

## THÈSE

Pour obtenir le grade de

## DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE GRENOBLE

Spécialité : **Sciences de gestion**

Arrêté ministériel : 7 août 2006

Présentée par

**Mohamed Ali KHALDI**

Thèse dirigée par **Charles PIOT**

Préparée au sein du **Laboratoire CERAG CNRS UMR 5820**  
**École Doctorale de sciences de gestion de Grenoble ED 275**

# IMPACT DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA CRÉATION ET LA RÉPARTITION DE LA VALEUR PARTENARIALE

Thèse soutenue publiquement le **12/12/2014**, devant le jury composé de :

**Monsieur Jean Claude JUHEL**

Professeur émérite à l'Université de Nice Sophia-Antipolis, Président de jury

**Monsieur Patrick BOISSELIER**

Professeur au Conservatoire National des Arts et Métiers, Rapporteur

**Monsieur Philippe DESBRIÈRES**

Professeur à l'Université de Bourgogne, Rapporteur

**Monsieur Charles PIOT**

Professeur à l'Université Pierre Mendès France, Directeur de thèse

**Monsieur Denis DUPRÉ**

Maître de conférences HDR à l'Université Pierre Mendès, Membre





« L'Université n'entend ni approuver, ni  
désapprouver les opinions du candidat »

---

## REMERCIEMENTS

---

Je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont encouragé, soutenu et conforté tout au long de ce travail doctoral.

Mes remerciements s'adressent particulièrement à mon directeur de thèse le professeur Charles PIOT. Je tiens à lui témoigner ma très profonde gratitude pour la confiance qu'il m'a accordée tout au long de ce travail. Il m'a donné une chance de retrouver les bancs de l'université et de reprendre mes études trente années plus tard pour réaliser cette thèse. Il a accepté de diriger mon travail, il m'a conseillé, écouté et corrigé tout au long de cette période. Il a suivi ce travail avec rigueur, sérieux et bienveillance. L'aboutissement de cette thèse doit beaucoup à sa disponibilité et à ses réflexions pertinentes.

Mes remerciements vont également aux membres du jury qui ont accepté d'évaluer cette thèse. Merci aux professeurs Philippe DESBRIÈRES et Patrick BOISSELIER qui me font l'honneur d'évaluer mon travail en tant que rapporteurs ; qu'ils soient assurés de ma profonde reconnaissance pour tout le temps investi en lecture et évaluation, en dépit de cette période très chargée. Un grand merci aussi aux professeurs Jean Claude JUHEL et Denis DUPRÉ d'avoir acceptés de participer à ce jury.

Merci aussi à toutes les personnes qui ont contribué à la réalisation de cette thèse : Pascale, Odile, Houria, Florence, Inès, Guy, Bernard et Philippe. Merci aussi à tous ceux qui m'ont aidé d'une façon ou d'une autre et à ceux qui n'ont cessé de me soutenir et de m'encourager tout au long de ces années, surtout Karim, Olivier et Claude.

Enfin, merci à ceux qui m'ont dit que j'aurais toujours leur admiration et leur amour de façon inconditionnelle : mon épouse, et mes deux enfants: Rémy et Inès. Cette famille qui m'a soutenue dans les moments difficiles et confortée dans mon enthousiasme. En ce moment, j'ai une pensée particulière à mes parents et surtout à mon père qui n'a jamais cessé de m'encourager de me pousser d'aller toujours vers l'avant. Je dédie ce travail à la mémoire de mes parents.

---

## SOMMAIRE

---

<b>Introduction générale .....</b>	<b>6</b>
<b>PREMIERE PARTIE : LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE : RÉDUCTEURS DE RISQUE/INSTIGATEURS DE CONFIANCE POUR LA CRÉATION ET LA RÉPARTITION DE LA VALEUR .....</b>	<b>22</b>
<b>CHAPITRE 1 : Actionnaires et création de valeur : gouvernance actionnariale .....</b>	<b>23</b>
Section 1 : Les apports de la théorie de l'agence .....	24
Section 2 : L'attitude du dirigeant : intendant fidèle ou agent opportuniste ? .....	30
Section 3 : La montée en puissance des investisseurs institutionnels .....	37
Section 4 : Les limites de la gouvernance actionnariale .....	43
<b>CHAPITRE 2 : Parties prenantes et création de valeur : gouvernance partenariale. ...</b>	<b>49</b>
Section 1 : Les apports de la théorie des parties prenantes .....	50
Section 2 : Création de valeur et gouvernance partenariale .....	59
Section 3 : Mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale .....	64
Section 4 : Formulation des hypothèses .....	94
<b>DEUXIEME PARTIE : IMPACT DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA CRÉATION ET LA RÉPARTITION DE LA VALEUR PARTENARIALE -ÉTUDE EMPIRIQUE .....</b>	<b>116</b>
<b>CHAPITRE 3 : Méthodologie de la recherche .....</b>	<b>120</b>
Section 1 : Démarche empirique pour la détermination de la valeur partenariale .....	122
Section 2 : Rappel des hypothèses et opérationnalisation des variables .....	141
Section 3 : Construction et description des données et des échantillons : Benchmark et Test .....	154
Section 4 : Calcul et appropriation de la valeur partenariale.....	163
<b>CHAPITRE 4 : Analyse et interprétation des résultats .....</b>	<b>189</b>
Section 1 : Analyse de notre échantillon .....	190
Section 2 : Analyse de la relation entre mécanismes de gouvernance et création de valeur partenariale .....	203
Section 3 : Analyse de la relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de valeur partenariale .....	215
Section 4 : Synthèses des résultats et reconceptualisation .....	231
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>248</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>254</b>
<b>Liste des figures .....</b>	<b>272</b>
<b>Liste des tableaux .....</b>	<b>273</b>
<b>Liste des annexes .....</b>	<b>276</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>289</b>

---

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

---

La question du contrôle des dirigeants, avec celle de la gouvernance, a pris récemment une grande ampleur. Ce regain d'intérêt s'explique par le rôle croissant des investisseurs financiers dans le développement de l'économie, les crises des marchés boursiers de 2000 à 2010 et la pratique managériale inefficace, voire frauduleuse (Charpentier, 2007, p 94).

Suite aux affaires Enron aux Etats-unis (2001), Vivendi Universal en France (2002), Parmalat en Italie (2003), Madoff (2008) etc., les pouvoirs publics ont pris de plus en plus conscience de l'impact d'une « bonne gouvernance » d'entreprise. Ces scandales ont été associés à des faiblesses des systèmes de gouvernance de ces entreprises, qui se sont manifestées par des informations financières inexacts ou incomplètes, remettant en question la qualité des états financiers et des audits comptables. L'étude de Gompers et al. (2003) révèle une relation positive entre la « bonne gouvernance » et la performance financière de la firme. De plus, en adoptant des stratégies d'investissement fondées sur les meilleures pratiques de gouvernance, les investisseurs réalisent un rendement "anormal" de 8,5 %.

Ainsi, l'évaluation du système de gouvernement d'entreprise est devenue une pratique de plus en plus courante, soit à travers des services de notations spécialisés développés par *Standard & Poor's* (S&P), *Governance Metrics International* (GMI), *Institutional Shareholder Services* (ISS), soit par l'intégration du système de gouvernement d'entreprise dans la notation financière (Moody's et Fitch). Dans cet esprit, plusieurs organismes ont commencé à intégrer la qualité du gouvernement d'entreprise dans leur processus d'évaluation du risque de crédit. En effet, les investisseurs ont besoin, de plus en plus, de connaître la nature des relations qui lient les administrateurs d'une part, et le lien entre ces derniers et le dirigeant, d'autre part. Il est apparu nécessaire de redonner confiance aux actionnaires lésés par les nombreux scandales financiers. Cette reconquête de la confiance se devait de passer par la mise en place de réformes radicales dans la gouvernance d'entreprise. Citons quelques dispositions prises au plan national, européen et international.

Au plan national, les rapports Viénot 1995, 1999 contenaient plusieurs propositions sous forme de codes de bonne conduite sur le conseil d'administration. Depuis 2001, les sociétés françaises cotées sur un marché réglementé ont l'obligation de publier des données « sur la manière dont elles prennent en compte les conséquences sociales

*et environnementales de leur activité* ». (Article L. 225-102-1 du code de commerce issu de l'article 116-I, alinéa 4 de la loi NRE). En 2002, le rapport Bouton devait examiner et voir comment améliorer la gouvernance des entreprises cotées pour rassurer et redonner confiance aux investisseurs institutionnels suite aux nombreux scandales (Enron, Vivendi, etc.). L'article 225 de la loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement, dite « Grenelle II », a étendu et précisé les obligations de *reporting* des informations sociales, sociétales et environnementales qui doivent être publiées dans le rapport de gestion des sociétés. Les principes de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées sont issus des rapports Viénot (1995, 1999), du rapport Bouton (2002) ainsi que des recommandations de 2007 et 2008 sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées et en avril 2010 sur la présence des femmes dans les conseils. Cet ensemble de recommandations constitue le code AFEP-MEDEF, c'est la référence des sociétés cotées en matière de gouvernance. Ce code est régulièrement révisé.

Concernant la vérification par un tiers externe, la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) travaille actuellement sur un projet de norme d'exercice professionnel en concertation avec le Haut Conseil du Commissariat aux Comptes (H3C) dans l'objectif de faire homologuer cette norme à l'attention des auditeurs avant la fin de l'année 2014. Ce projet de norme dite « norme DDL<sup>1</sup> » prévoit d'étendre le champ des prestations « non-audit » que peut rendre le commissaire aux comptes en l'autorisant à :

- assumer la mission d'organisme tiers indépendant (OTI) ;
- effectuer d'autres travaux sur des informations RSE produites par l'entité auditée ou par une entité de la chaîne de contrôle.

Le rapport « Responsabilité et performance des organisations » du 13 juin 2013 présente 20 propositions pour renforcer la démarche RSE des entreprises, des organisations et des administrations publiques. Parmi les propositions développées pour assurer une mesure fiable et pertinente de la performance globale des entreprises et des organisations, figurent les suivantes :

- Proposition n° 9 : Faire converger les différents rapports d'information établis par les entreprises pour stimuler, à long terme, la construction d'un *reporting* plus intégré.

---

<sup>1</sup> Au-delà de la mission de certification, le commissaire aux comptes réalise un certain nombre de prestations complémentaires, liées à sa mission ou à d'autres missions prévues par la loi, et désignées par des « diligences directement liées » (DDL).

- Proposition n° 10 : Adapter, à l'initiative des branches d'activité et dans le dialogue avec les parties prenantes, le contenu et le nombre des indicateurs de performance extra-financière publiés par les entreprises.
- Proposition n° 11 : Fiabiliser la nature des informations diffusées en finalisant le dispositif français de vérification par un tiers extérieur. Dans ce cadre, la mission a notamment précisé que « la production de cet avis [formulé par un tiers vérificateur sur la sincérité des informations produites] devrait, logiquement, conduire l'AMF à pouvoir davantage sanctionner les manquements à l'obligation de diffusion d'une information financière, et désormais extra-financière, loyale et sincère ».
- Proposition n° 12 : Favoriser, au-delà des cercles d'investisseurs, l'émergence et la diffusion des notations sociales et environnementales. A cet égard, la mission estime que « l'extension des pratiques de notation sociale et environnementale et de l'accès à cette notation servirait le renforcement de la performance globale des entreprises et organisations ».
- Proposition n° 13 : Établir un cadre européen de régulation des organismes de notation extra-financière (Rapport responsabilité et performance, 2013).

La Plateforme consacrée à la responsabilité sociétale des entreprises a été installée le 17 juin 2013 par le Premier ministre. Elle constitue désormais l'un des organes permanents du Commissariat Général à la Stratégie et à la Prospective (CGSP). Le MEDEF a publié plusieurs guides à destination des sociétés (guide méthodologique « *Comprendre et appliquer les obligations issues de l'article 225 de la loi Grenelle II* » publié en mai 2012 ; guide pratique intitulé : « *Cap sur la RSE – Faire de la responsabilité sociétale de l'entreprise un levier de performance* » publié en juillet 2012). L'Institut Français des Administrateurs (IFA) a créé un « Club Administrateur RSE » le 4 juillet 2013.

Au plan européen, le 22 novembre 2010, la Commission Européenne (CE) a réalisé une consultation publique pour améliorer la communication d'informations non financières par les entreprises et évoque à ce titre la RSE. En octobre 2011, la CE a présenté une nouvelle stratégie sur la responsabilité sociale des entreprises. Elle soutient notamment que pour s'acquitter pleinement de leur responsabilité sociale, les entreprises doivent avoir « *engagé, en collaboration étroite avec leurs parties prenantes, un processus destiné à intégrer les préoccupations en matière sociale, environnementale, éthique, de droits de l'homme et de consommateurs dans leurs activités commerciales et leur stratégie de base* ». Le 6 février 2013, le Parlement européen a adopté deux résolutions intitulées « *Responsabilité sociale des*



*entreprises : comportement responsable et transparent des entreprises et croissance durable* » et « *Responsabilité sociale des entreprises : promouvoir les intérêts de la société et ouvrir la voie à une reprise durable et inclusive* », reconnaissant ainsi l'importance de la transparence des entreprises dans ces domaines (*Reporting RSE*, 2011).

Au plan international, la *Global Reporting Initiative* (GRI) a été créée en 1997 par la CERES (*Coalition for Environmentally Responsible Economies*) en partenariat avec le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE). Sa vocation est d'élever les méthodes de développement durable à un niveau équivalent à celui du *reporting* financier, dans un souci de comparabilité, de crédibilité, de rigueur, de périodicité et de vérification des informations communiquées. La GRI a publié en 2010 un document qui présente les liens entre son référentiel et la norme ISO 26000<sup>2</sup> et propose notamment une grille de correspondances entre ses indicateurs et les lignes directrices d'ISO 26000. L'*International Integrated Reporting Committee* (IIRC) -Comité international de l'information intégrée- qui rassemble des représentants de la société civile, des ONG, des organisations intergouvernementales ainsi que des représentants des secteurs de la finance, de la comptabilité, des émetteurs, de la réglementation et de la normalisation, a été créé à l'initiative de la GRI et de l'*Accounting for Sustainability* (A4S) afin de mettre en place un cadre définissant les standards du *reporting* intégré, et de permettre aux entreprises de produire des évaluations globales sur leurs performances financières, sociales, environnementales et de gouvernance.

L'initiative de l'ONU, à travers le document final de Rio+20 intitulé « *L'avenir que nous voulons* » du 20-22 juin 2012, présente le paragraphe n° 47 qui reconnaît l'importance de la publication, par les entreprises, de données sur l'impact environnemental et social de leurs activités. Le Brésil, le Danemark, la France et l'Afrique du Sud, qui forment le groupe des « *Amis du paragraphe 47* », rejoints depuis par quelques autres pays, se sont engagés à promouvoir les bonnes pratiques en matière de *reporting* environnemental et social auprès de leurs grandes entreprises et à mettre cette expérience au service d'autres Etats qui désireraient suivre leur exemple.

---

<sup>2</sup> L'ISO 26000 présente des lignes directrices pour tout type d'organisation cherchant à assumer la responsabilité des impacts de ses décisions et activités et à en rendre compte. Ce document établi par consensus, décrit les principes et thèmes que recouvre la responsabilité sociétale et propose une méthode d'appropriation et de mise en oeuvre dans une organisation. Elle donne un cadre international de comportement à tout type d'organisation (entreprises, collectivités, ONG, syndicats...) quels que soient ses tailles et ses domaines d'actions. La norme ISO 26000 respecte les grands textes fondateurs internationaux comme la Déclaration universelle des droits de l'homme, les conventions de l'Organisation Internationale du Travail.

Les objectifs de l'ensemble de ces dispositifs (amélioration de la gouvernance et prise en compte de la RSE) sont (1) de promouvoir une "bonne gouvernance", (2) de protéger et de redonner confiance aux actionnaires lésés par les nombreux scandales financiers, et (3) de prendre en compte les intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise. Pour Krafft et al. (2010), la "bonne gouvernance" est l'ensemble des meilleures pratiques de contrôle des dirigeants par les investisseurs tendant à garantir efficacité et performance des firmes. Cette définition est orientée vers les investisseurs. Nous adoptons une posture plus large en désignant par "gouvernance efficace" l'ensemble des mécanismes réducteurs de risque/instigateurs de confiance pour les parties prenantes de l'entreprise, et permettant de maintenir la viabilité de la coalition constituant la firme.

Ces dispositifs cherchent à préserver les deux modes de gouvernance qui tentent aujourd'hui de cohabiter, la gouvernance actionnariale qui trouve ses racines dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983) où la performance <sup>3</sup> financière, mesurée par la valeur actionnariale, est la rente perçue par les actionnaires. Ces derniers étant les seuls créanciers résiduels, il n'y a pas de conflits sur la répartition de cette rente. C'est cette absence de conflits qui justifie l'assimilation entre la création de valeur et sa répartition, et marque la différence avec la gouvernance partenariale, où la performance organisationnelle mesurée par la valeur partenariale, est la rente globale créée par la firme en relation avec les différentes parties prenantes. Cette vision permet de proposer un modèle différent, qui dépasse le simple cadre comptable, et où la notion de valeur partenariale joue un rôle central. L'enjeu de la gouvernance partenariale est alors sa capacité à réguler les conflits en matière de répartition de la rente organisationnelle (Charreaux, 2007). La vision réductrice de la performance (purement financière) caractérisant le modèle de création de valeur actionnariale, nous conduit à nous intéresser au modèle de création de valeur partenariale qui se fonde sur la théorie des parties prenantes.

La multiplication des scandales financiers depuis l'an 2000 suscite en effet des débats et des controverses sur la gouvernance de l'entreprise. Les débats sur la gouvernance ont d'abord consacré la valeur actionnariale comme modèle dominant. Certains auteurs arguent de la supériorité de ce mode de gouvernance (Hansmann, 1996) et donnent la priorité à la valeur actionnariale, à l'unicité de l'objectif de la firme (Jensen, 2001) et au marché. Ils affirment que ce mode se diffuse inexorablement dans le monde (Hansmann et Kraakman,

---

<sup>3</sup> La performance est un concept polysémique. Elle n'existe pas en elle-même. Elle est évaluée relativement à une référence ou un objectif (Bourguignon, 1997). Dans la présente recherche, la performance financière est mesurée par la valeur actionnariale et la performance organisationnelle est évaluée par la valeur partenariale.

2001), aux dépens des modes alternatifs, comme ceux existant en Europe ou au Japon (O'sullivan, 2002). Cette conception unilatérale de la relation d'agence fait des actionnaires les seuls créanciers résiduels car ils sont les seuls à assumer le risque résiduel.

Cependant, plus l'incomplétude des contrats est mise en avant, plus les réflexions prennent leur distance avec le modèle actionnarial. Le courant disciplinaire de la gouvernance ne peut, aujourd'hui, justifier l'idée selon laquelle l'entreprise n'a d'autre objectif que de servir l'intérêt de ses actionnaires (Aoki, 1984 ; Hill et Jones, 1992 ; Charreaux et Desbrières, 1998).

Plusieurs auteurs estiment ainsi que cette vision moniste, qui favorise le court terme, est restrictive. Ils proposent alors une vision plurale où toutes les parties sont prises en considération. Poulain-Rehm (2002, p.7) : « *Garvey et Swan (1994) contestent la maximisation de valeur (...). Ils affirment ainsi : "la gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires, en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération " (...)* ». Pour Charreaux (1996, p.22- 23) « (...) *les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type managérial qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété* ». Hirigoyen (1997) propose de passer d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat. La reconnaissance du rôle des parties prenantes, et en particulier des salariés, a conduit à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale.

Hill et Jones (1992) avancent une théorie de l'agence généralisée où tous les *stakeholders* sont explicitement pris en compte ; le rôle des dirigeants est alors de résoudre les conflits d'intérêt entre les parties prenantes et de prendre des décisions conformes aux intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Le développement de l'entreprise repose sur deux ressources ; d'une part, le capital apporté par les actionnaires et les créanciers, et d'autre part, les compétences des salariés. Aoki (1984) considère les firmes comme une combinaison de travail et de capital spécifique, et le rôle du management est d'arbitrer entre ces deux groupes d'intérêt lors des prises de décision en matière de production, d'investissement et de partage des rentes générées. Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui pris par les actionnaires en cas de perte d'emploi. Dans la mesure où il n'est pas envisageable de supprimer ce risque en garantissant la pérennité de l'emploi, seule la rémunération du risque semble concevable, et les salariés deviennent des créanciers résiduels comme les actionnaires.

De plus, les actionnaires peuvent diversifier le risque en redéployant leurs actifs mais les employés ne le peuvent pas, car leur capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Les salariés assurent donc une partie des risques résiduels et il est juste qu'ils perçoivent une partie des bénéfices résiduels et exercent un certain contrôle. L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise (Blair, 1996). L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la valeur partenariale et de son partage. On assiste en somme à une revanche des *stakeholders* sur les *shareholders* ainsi qu'à un basculement de la vision financière vers la vision économique.

## 1. Question de recherche et motivations

En raison de la remise en cause de la gouvernance actionnariale et des préoccupations cruciales des hommes politiques, des chefs d'entreprises ainsi que des chercheurs, nous orientons notre réflexion sur l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance partenariale.

Le monde occidental a vu la naissance des nombreux Codes de bonnes pratiques. De ce fait, notre question de recherche devient intéressante et importante sur deux plans. Tout d'abord, sur un plan académique, la recherche de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale est un domaine très peu exploré. Ensuite, d'un point de vue managérial/pratique, ce type de travaux présente un intérêt fort pour les régulateurs et les praticiens (dans notre cas les dirigeants d'entreprises et les parties prenantes explicites).

Pour les régulateurs, plusieurs débats apparaissent en Europe, sur le *reporting* global et sur la RSE. La CE a adopté le 16 avril 2013 une proposition de directive concernant « *la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes sociétés et certains groupes* ».

Pour les dirigeants, le fait de connaître les mécanismes de gouvernance qui influencent la création et l'appropriation de la valeur partenariale constitue une aide précieuse pour orienter leurs pouvoirs de négociation. En effet, le dirigeant, qui détient le contrôle, est de ce fait au centre du jeu contractuel. Pour les parties prenantes, chacune d'elles court un double risque. Un risque informationnel, lié à l'absence d'information ou à une information biaisée. Ce risque va entraîner un problème de sélection adverse. Un risque d'agence proprement dit, c'est-à-dire de comportement déviant de l'agent. Ce risque va engendrer un problème d'aléa moral.

Le fait d'identifier les mécanismes qui ont un impact sur la création et la répartition de la valeur partenariale permet alors à la partie prenante de gérer ces risques. Le salarié, par exemple, peut agir par trois moyens. Il peut d'abord s'impliquer, en ayant recours par exemple aux syndicats. Il jouit aussi d'un pouvoir formel grâce au statut d'actionnaire ou à sa présence dans les instances de gouvernance. Enfin, il peut bénéficier de mécanismes contractuels.

Dans son ensemble, notre approche se distingue des travaux antérieurs sur trois points principaux. Premièrement, nous étudions la création et l'appropriation de la valeur partenariale, dimension peu développée dans les recherches académiques. Deuxièmement, nous considérons plusieurs dimensions de la gouvernance, regroupées en deux grandes familles de mécanismes disciplinaires. La première caractérise la gouvernance par le conseil d'administration à travers des mécanismes formels d'encadrement (indépendance des administrateurs, présence d'administrateurs salariés, taille du conseil, dualité, existence d'un comité d'éthique et /ou de gouvernance). Le conseil est en effet l'organe central de gouvernance et son efficacité fait l'objet de nombreux travaux et recommandations de bonnes pratiques. La deuxième famille caractérise la gouvernance par l'actionnariat, à travers la présence d'actionnaires institutionnels et salariés. La structure de propriété est un trait fondamental pour caractériser le statut de créancier résiduel de certaines parties prenantes, actionnaires minoritaires et salariés notamment. Il demeure que cette recherche est la première, à notre connaissance, qui se penche sur l'incidence des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale. Enfin, et troisièmement, nous mettons en oeuvre un modèle de mesure de la valeur partenariale, à partir d'une généralisation du modèle de Charreaux (2007). Notre recherche tente donc de répondre à la question suivante.

***Quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale ?***

Ce questionnement général peut être explicité au travers des questions suivantes :

- Quels sont les mécanismes de gouvernance qui influencent la création de valeur partenariale, c'est-à-dire la capacité de la firme à créer de la valeur dans son environnement économique ?
- Quels sont les mécanismes de gouvernance qui influencent l'appropriation de cette valeur partenariale, par la firme elle-même et par ses principales parties prenantes ?

Par exemple, quel rôle peuvent jouer les salariés, quand ils détiennent une partie du capital et/ou siègent au conseil d'administration, dans la création et l'appropriation de la valeur partenariale ?

Les hypothèses spécifiques sont précisées plus loin, dans la section 4 du chapitre 2. Cependant, les deux questions ont en commun l'hypothèse générale suivante.

**HYPOTHESE GENERALE :**

La création et l'appropriation de la valeur partenariale sont liées aux mécanismes de gouvernance.

## **2. Posture scientifique et cadre d'analyse de la question de recherche**

En matière de posture épistémologique, Girod-séville et Perret (1999) avancent que *« la réflexion épistémologique s'impose à tout chercheur soucieux d'effectuer une recherche sérieuse, car elle permet d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche »*. Ces deux auteurs structurent le choix du fondement épistémologique autour des trois caractéristiques : (1) la nature de la connaissance produite, (2) le chemin de la connaissance et (3) les critères de validité de la connaissance. Ce sont ces trois éléments qui permettent le choix d'un courant épistémologique structurant le projet de recherche.

Nous sommes ici en présence d'une problématique de nature explicative causale. La méthode quantitative est appropriée. Pour traiter cette problématique, dans le cadre de notre travail de recherche, nous nous plaçons dans le paradigme positiviste en suivant une démarche **hypothético-déductive** qui consiste à porter un jugement sur la pertinence d'hypothèses initialement posées dans un cadre théorique (Charreire et Durieux, 1999, p.60).

Nous nous appuyons sur la Théorie des Parties Prenantes (TPP) en tant que cadre théorique du modèle de création de valeur partenariale. Dans ce mode de gouvernance, la firme devrait satisfaire les besoins des différentes parties qui sont en relations avec elle. Schleifer et Vishny (1997, p.137)<sup>4</sup> définissent la gouvernance de l'entreprise comme l'ensemble des mécanismes par lesquels les apporteurs des capitaux garantissent la rentabilité de l'action. Ils centrent leur conception de la gouvernance sur la protection des investisseurs comme bénéficiaires exclusifs de la valeur. Selon Le Joly et Moingeon (2001), cette définition attribue

---

<sup>4</sup> « (...) deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment ».

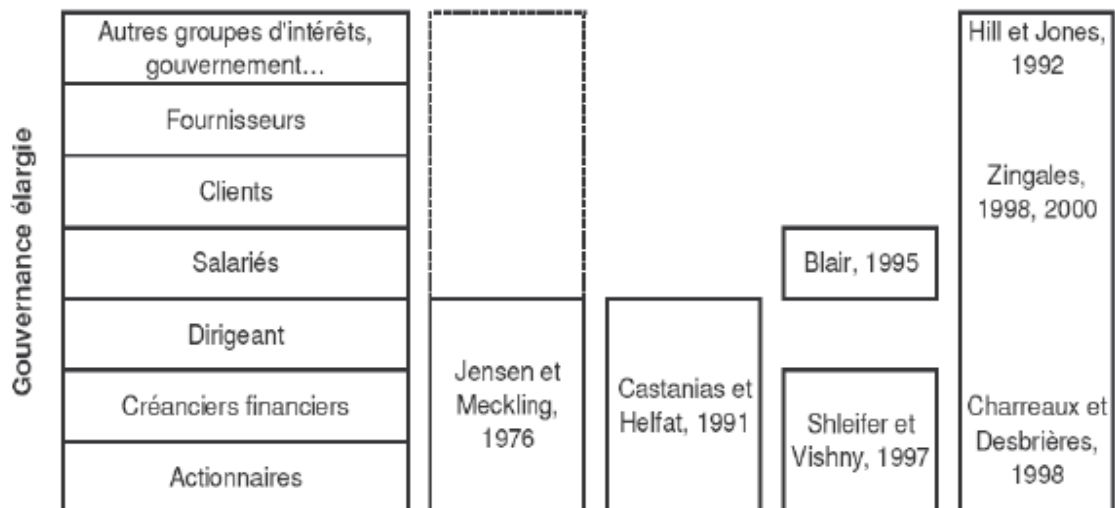
implicitement un objectif principal de maximisation de la richesse des actionnaires. Charreaux (1997) répond avec une conception plus large. Selon lui, « *le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » (Charreaux, 1997, p.1). Nous retenons cette définition qui est centrée sur les dirigeants et place le gouvernement d'entreprise au centre des relations que l'entreprise entretient avec l'ensemble de ses partenaires. Dans cette lignée, l'OCDE (2004) retient que « *le gouvernement d'entreprise fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes* ». (Gianfaldoni et al., 2008, p.15).

Le modèle disciplinaire partenarial trouve son origine dans la représentation de la firme comme une équipe de facteurs de production dont les synergies sont à l'origine de la rente organisationnelle. Les apporteurs de facteurs de production, autres que les actionnaires, ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel. Zingales (1998) précise que la gouvernance n'influe sur la rente qu'à travers sa répartition. Dans la démarche proposée par Brandenburger et Stuart (1996), qui s'inscrit dans le courant contractualiste, l'entreprise est représentée comme le centre d'un jeu coopératif qu'elle organise pour s'approprier le maximum de la valeur créée. Cette représentation d'ensemble suppose que la valeur créée soit répartie entre les différentes parties prenantes. D'après Jones (1995), les sociétés qui tiennent compte des parties prenantes doivent être plus performantes. Le management des parties prenantes est alors un facteur clé pour améliorer la performance (Goodijk, 2003), et plusieurs affaires couronnées de succès sont obtenues grâce à la maximisation de la loyauté des parties prenantes (Wheeler et Sillanpaa, 1997).

Si, en France, Charreaux et Desbrières (1998) ont contribué à diffuser ce concept, d'autres travaux s'accordent à voir dans la firme un nœud de contrats multiples entre différents *stakeholders*. Ils développent une « vision plurale » de l'entreprise et de ses objectifs (Albert, 1991), ou conçoivent que la firme constitue un jeu coopératif (Aoki, 1984). Gianfaldoni et al. (2008, p. 18) : « *Aglietta et Rebérioux (2004) vont même jusqu'à défendre une thèse opposée à celle d'Hansmann et Kraakman, et remettent en question aussi bien la présumée diffusion de la forme d'entreprise "à l'américaine" que celle du mode de gouvernance actionnariale qui lui est associé* ».

Le modèle partenarial exprime le fait que l'objectif de la firme devient celui de la maximisation de la valeur partenariale entre les parties prenantes (Caby et Hirigoyen, 2005). Ce modèle considère la firme comme une collectivité organisée entre parties prenantes hétérogènes qui sont capables de coopérer et de construire un espace commun d'interaction (Rebérioux, 2002 ; Aglietta et Rebérioux, 2004). Dans cette perspective, la responsabilité de la firme est élargie et la fonction "objectif" dépasse la simple maximisation de la richesse des actionnaires. Cette vision est compatible avec une logique de satisfaction préconisée par Simon (1978, 1997) en situation de rationalité limitée. Dans ce cadre, l'évolution du concept de gouvernance élargie est présentée par la figure suivante.

**Figure 1 : L'évolution du concept de gouvernance élargie**



Source : (Chatelin et Trébucq, 2003 ; p.22)

Le mode partenarial s'appuie sur la Théorie des Parties Prenantes (TPP) qui part du principe que l'entreprise ne devrait pas uniquement être attentive à ses actionnaires mais à l'ensemble des acteurs avec lesquels elle est en relation. L'objectif principal de la TPP est d'élargir le rôle et les responsabilités des dirigeants : au-delà de la maximisation du profit, il faut inclure les intérêts et les droits des non actionnaires.

Les définitions d'une partie prenante varient selon les auteurs. Dans la vision la plus restreinte, le concept de partie prenante désigne les groupes indispensables à la survie de l'entreprise. Le *Stanford Research Institute* (1963) donne la définition suivante : « *tout groupe identifiable dont l'organisation dépend pour sa survie à long terme* ». Dans la vision la plus large, proposée par Freeman (1984, p.46), « *une partie prenante est un individu ou groupe*



*d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* ». Selon Charreaux et Desbrières (1998, p.58) « *c'est un agent dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ». Quant à Clarkson (1995, p. 92-117), il considère que l'on ne peut parler d'intérêt sans introduire la notion de risque. Selon cette approche, l'organisation et la production de richesse nécessitent l'implication de différentes parties prenantes. Toutes peuvent subir le risque économique qu'elles prennent dans la relation avec l'entreprise.

Dans ce modèle, les modalités de rétribution et l'assomption des risques prévus par les contrats qui régissent les relations d'agence vont jouer un rôle déterminant dans l'appropriation de la valeur partenariale, or cela va générer des situations conflictuelles. Chaque partie prenante va chercher à contracter au prix le plus juste pour un niveau de risque donné, et chercher à mieux contrôler le risque pour abaisser ses prix d'opportunité. Mais en s'appuyant sur l'efficacité présumée d'une gouvernance, une partie prenante peut maîtriser le risque et, par conséquent, être à même de contracter à un coût d'opportunité moindre.

Nos principales hypothèses sont formulées de la façon suivante :

- L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur la création de la valeur partenariale, *ceteris paribus*.
- L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et un effet négatif par chacune des parties prenantes explicites, *ceteris paribus*.

### **3. Design de recherche, principaux résultats empiriques et contributions**

Deux études empiriques sont réalisées dans les chapitres 3 et 4 de la thèse. Elles s'appuient sur la construction d'une base de données "*benchmark*" extraite de *Worldscope* et de *Datastream*. La dimension européenne est ici retenue afin de disposer d'une population la plus homogène possible, en termes de *reporting* financier, et conséquente, qui permette un découpage en plusieurs sous échantillons de taille suffisante. Cette base, nous a permis de calculer la valeur partenariale, son appropriation par la firme et par les parties prenantes explicites, et de construire notre base "test". Cette base de données "test" est constituée uniquement des entreprises françaises cotées. Les données concernant les mécanismes de gouvernance sont primaires, c'est-à-dire collectées directement dans les rapports annuels. Elle nous permet de mener deux études de déterminants (déterminants de la création de valeur partenariale et déterminants de l'appropriation de cette valeur), visant à tester l'effet des

mécanismes de gouvernance. La période d'étude couvre trois années (2006, 2008 et 2010) pour un échantillon de 103 sociétés françaises cotées.

Les traitements effectués reposent sur des tests statistiques et analyses de régression à l'aide du logiciel SPSS. Les modèles de déterminants principaux que nous avons développés sont complétés par des tests additionnels permettant d'approfondir notre connaissance des phénomènes observés et de prendre en compte les problèmes de multicolinéarité ou d'endogénéité de certaines variables.

Nos principaux résultats empiriques sont : en matière de création de valeur partenariale, quatre mécanismes ressortent globalement positivement associés à la valeur partenariale créée : taille et indépendance du conseil ; pouvoir actionnarial des salariés, et présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. En particulier, l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires participe à cette création de valeur partenariale. On constate alors des externalités positives dégagées par l'implication des salariés (capital humain) dans la performance financière de la firme. Autrement dit, le fait de réduire les coûts d'agence entre actionnaires et salariés, par un mécanisme incitatif, bénéficie à la chaîne de valeur dans son ensemble.

En matière d'appropriation de valeur partenariale, deux mécanismes de gouvernance semblent jouer un rôle à ce niveau : la taille du conseil d'administrateurs (TC), et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). La taille du conseil est associée à une plus grande appropriation de rente organisationnelle par les fournisseurs et les actionnaires, et à une moindre appropriation par les clients et par la firme elle-même. La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) incite à une meilleure prise en compte des intérêts de certaines parties prenantes non financière, comme les clients et les salariés, au détriment des bailleurs de fonds traditionnels apporteurs de capitaux financiers. Le CEG permettrait donc une meilleure prise en compte des parties prenantes non financières, ainsi que des intérêts de la firme elle-même. Nos résultats concernant la mise en place d'un CEG s'avèrent encourageant pour développer une véritable gouvernance partenariale au sein des firmes cotées.

Notre thèse permet de développer les principales contributions suivantes aux plans théorique et managériale. Les apports théoriques sont principalement développés dans le chapitre 2, où nous proposons un cadre théorique général qui met en évidence le rôle central des mécanismes de gouvernance comme moyen de réduire les coûts d'agence et l'asymétrie

d'information, stabiliser les relations et contribuer ainsi à augmenter la création de richesse. Nous mettons l'accent sur les relations entre les différentes parties prenantes et la firme. Dans ce cadre, nous montrons que les mécanismes de gouvernance peuvent être réducteurs de risque ou leviers de pouvoir pour la partie prenante.

Notre thèse propose également une contribution managériale à travers une meilleure connaissance des mécanismes de gouvernance en matière de création et d'appropriation de valeur partenariale dans les grands groupes cotés français. Nous avons identifié les mécanismes leviers de création de valeur partenariale. Nous avons opéré une distinction entre les Mécanismes Réducteurs de Risque (MRR) et les Mécanismes Leviers de Pouvoir (MLP). Notre recherche peut être utilisée par les agents économiques (dirigeants, salariés, relations d'affaires, créanciers) qui souhaitent compléter leur connaissance sur les mécanismes de gouvernance et mieux appréhender le problème de création et d'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites de la firme.

#### **4. Structure générale et plan de la thèse**

La première partie de la thèse est consacrée au cadre théorique des mécanismes de gouvernance réducteurs de risque/instigateurs de confiance pour la création et la répartition de la valeur. Elle traite d'abord de la gouvernance actionnariale (**chapitre 1**). La gouvernance partenariale est ensuite abordée (**chapitre 2**). La deuxième partie de cette recherche est consacrée aux tests empiriques. Le **chapitre 3** est consacré à la méthodologie de recherche, et le **chapitre 4** propose une étude de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale. Notre démarche générale et la structure de la thèse peuvent être présentées de la façon suivante.

Les deux premiers chapitres examinent théoriquement les conséquences des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale :

- Le premier chapitre étudie la gouvernance actionnariale, du point de vue du courant disciplinaire de la gouvernance. Dans ce chapitre, nous présentons les apports de la théorie d'agence. Nous examinons l'attitude du dirigeant. Nous nous proposons de consacrer ce chapitre à une revue de la littérature sur la gouvernance actionnariale, avec pour objectif, la remise en cause de ce mode de gouvernance.
- Le second chapitre examine la gouvernance partenariale. Nous présentons les apports de la théorie des parties prenantes. La gouvernance partenariale y est présentée, ainsi

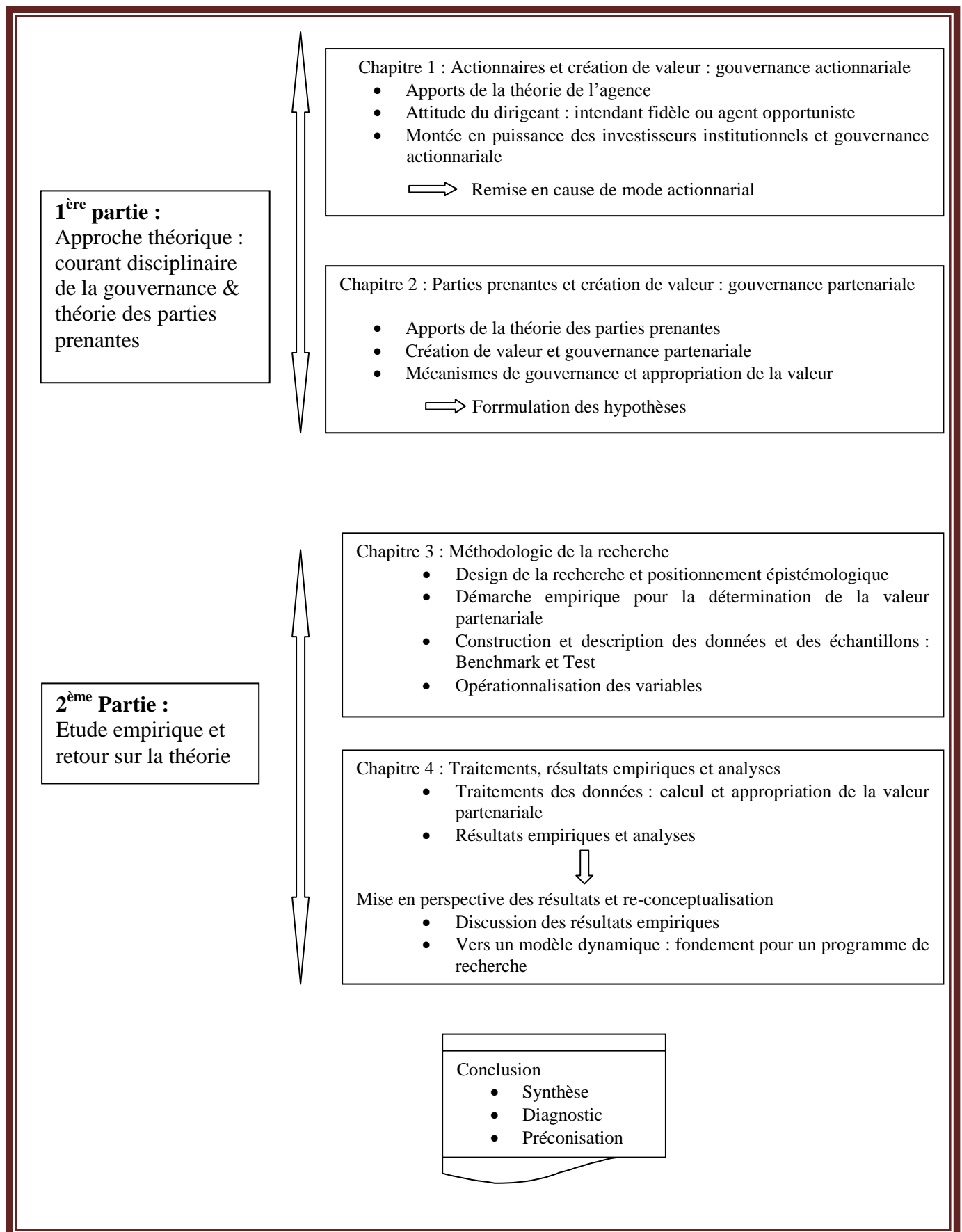
que les mécanismes de gouvernance et le concept de valeur partenariale. Cette présentation nous permet de formuler les hypothèses à tester empiriquement.

Les deux chapitres suivants présentent les aspects méthodologiques et empiriques de notre recherche.

- Le troisième chapitre expose nos choix méthodologiques en présentant le design de notre recherche, notre démarche empirique, les critères d'opérationnalisation de nos variables et les sources des données utilisées, ainsi que le calcul de la valeur partenariale et de son appropriation.
- Le quatrième chapitre évoque les différents tests pratiqués ainsi que les résultats obtenus. Nous concluons sur l'apport théorique et empirique de notre recherche. Nous dégageons de la confrontation de la littérature théorique (1ère partie) et de nos résultats (2ème partie), les prémices d'un programme de recherche sur les effets des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur partenariale, ainsi que sur l'appropriation de cette valeur par la firme et par les parties prenantes explicites.

Enfin, une conclusion résume les éléments principaux de cette recherche et présente aussi ses limites.

**Figure 2: Plan de la thèse**



---

## **PARTIE 1: LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE : RÉDUCTEURS DE RISQUE/INSTIGATEURS DE CONFIANCE POUR LA CRÉATION ET LA RÉPARTITION DE LA VALEUR**

---

Notre recherche vise deux objectifs. Le premier, consiste à mieux connaître l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur partenariale. Le deuxième objectif est de tester l'influence de la qualité de gouvernance sur l'appropriation de la rente organisationnelle par la firme et par les parties prenantes explicites. Pour répondre à ces objectifs, l'exposé du courant disciplinaire partenarial de la gouvernance et la théorie des parties prenantes constituent un préalable nécessaire à tout travail empirique.

La première partie de cette thèse est composée de deux chapitres. Le premier expose les apports de la théorie de l'agence et ainsi que le passage de la " main visible des managers " à la main visible des investisseurs institutionnels ; nous montrons qu'en présence de conflits d'intérêts, les actionnaires vont mettre en place des mécanismes de contrôle permettant de discipliner les dirigeants et d'atténuer ces conflits. Mais cette vision moniste, basée sur la relation d'agence unique, où les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels, est remise en cause. Le second chapitre, a pour but d'expliquer le passage d'une gouvernance actionnariale à une gouvernance de partenariat. La firme est un nœud de contrats entre les différentes parties prenantes où toutes ces parties sont affectées par le risque. Nous présentons les apports de la théorie des parties prenantes ainsi que le concept de la valeur partenariale. Ce second chapitre identifie les parties prenantes et améliore notre compréhension du rôle joué par les mécanismes de gouvernance dans l'appropriation de la valeur partenariale. Il se conclut par la formulation d'hypothèses de recherche à des fins des tests empiriques.

---

# **CHAPITRE 1 : ACTIONNAIRES ET CRÉATION DE VALEUR-GOUVERNANCE ACTIONNARIALE**

---

## **INTRODUCTION DU CHAPITRE 1**

Le mode de gouvernance actionnariale trouve ses racines dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Ce chapitre vise à expliquer les apports de la théorie de l'agence en exposant l'évolution du capitalisme et l'émergence des managers (section 1).

La capacité à résoudre les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires dépendra des mécanismes de contrôle qui pourront être mis en œuvre (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983) et de l'attitude du dirigeant (section 2). Avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels, l'enjeu principal de gouvernance est d'inciter les dirigeants à maximiser la valeur des actionnaires. Ce modèle est fondé sur la maximisation de la valeur actionnariale. Les actionnaires sont les créanciers résiduels ; de ce fait, ils ont intérêt à agir pour que la valeur créée soit la plus élevée possible, ce qui est gage de performance de l'entreprise (section 3).

Ce cadre théorique, parfois jugé simplificateur, et bien qu'ayant été critiqué, a continué à servir de fondation à la majeure partie de la littérature anglo-saxonne de la fin des années 90 et du début des années 2000. La gouvernance actionnariale a donc des limites (section 4).

## SECTION1 : LES APPORTS DE LA THÉORIE DE L'AGENCE

---

Le passage d'une firme entrepreneuriale, où la croissance est patrimoniale, à une firme managériale, où la croissance est financière, a entraîné la séparation des fonctions de propriété du capital et de prise de décision (Berle et Means, 1932). La théorie de l'agence centre l'analyse de la firme sur la relation qui lie le dirigeant et l'actionnaire (§1). Cette relation d'agence est le fondement de la gouvernance actionnariale (§2).

### **1. Vers un capitalisme financier caractérisé par une prédominance du manager professionnel**

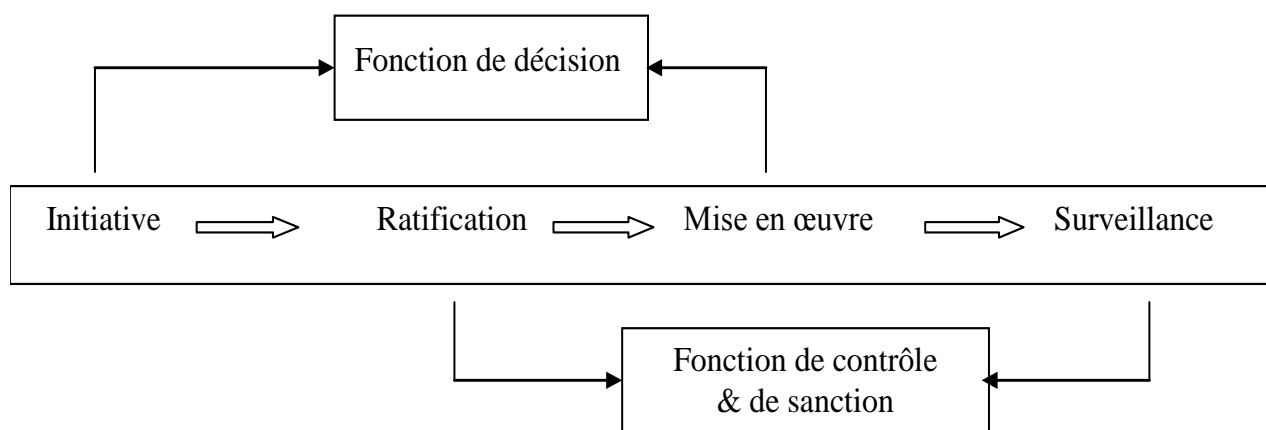
Dans la firme entrepreneuriale, actionnaires et dirigeants appartiennent au même groupe familial, centré autour de l'entrepreneur fondateur : les rôles de dirigeants et d'actionnaires se confondent. La croissance est patrimoniale, c'est-à-dire synonyme d'accroissement du patrimoine de l'entrepreneur (De Montmorillon, 1986, p.15). Mais ce capitalisme familial connaît des limites ; en se développant, les entreprises ont besoin de plus en plus de capitaux. De ce fait, la propriété du capital et le contrôle deviennent deux fonctions dissociées et la croissance devient financière. L'actionnaire n'est plus forcément dirigeant et le dirigeant n'est plus obligatoirement un parent. L'homogénéité des intérêts n'est plus assurée entre les propriétaires, de plus en plus nombreux, et les dirigeants. Des divergences entre les objectifs des dirigeants et ceux des actionnaires vont naître des coûts d'agence. Les dirigeants préfèrent privilégier le développement de leurs firmes, car l'expansion leur procure davantage de pouvoir, de prestige et une rémunération plus élevée. Les dirigeants dont le capital humain est associé à la firme cherchent à éviter les risques liés à la maximisation de valeur. Les actionnaires, qui peuvent diversifier le capital, préfèrent que leurs firmes maximisent la valeur attendue, quel que soit le risque.

Dès lors que la fonction de direction est autonome, les actionnaires doivent construire une nouvelle forme de contrôle des décisions et du comportement du dirigeant ; leur relation se contractualise. La relation d'agence est définie comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes -le principal- engage une autre personne -l'agent- pour accomplir en son nom une tâche qui implique une délégation de décision et donnant une autorité à l'agent* » (Jensen et Meckling, 1976). A la tête de la firme, la relation d'agence prend la forme d'une répartition des tâches. Le dirigeant a en charge la fonction de décision, les actionnaires



assurent la fonction de contrôle. La firme peut se définir par la combinaison entre trois fonctions : assumption des risques résiduels, gestion et contrôle (Fama et Jensen, 1983). La figure suivante, distingue quatre étapes dans le processus de décision et montre les trois fonctions (décision, contrôle et sanction).

**Figure 3 : processus de prise de décision**



**Source :** Charreaux et al. (1987, p. 32)

Toutefois, ce nouvel équilibre à la tête de la firme managériale n'est pas sans risque. Le principal engage un dirigeant sur le marché de l'emploi sans connaître sa réelle compétence ; l'agent va chercher une « rente managériale » ou *managérial slack*<sup>5</sup> (Hawley et Williams, 2000) sous forme de réserve de liquidité en prévision de négociations futures ; et le mandataire opportuniste peut également chercher à se créer une rente de situation sous forme de sur-rémunération ou d'avantages en nature.

La théorie de l'agence suppose que les différents acteurs vont tenter de maximiser leur fonction d'utilité. Au sein des différentes relations, des comportements opportunistes sont susceptibles d'apparaître. Deux raisons expliquent cet état de fait.

- d'abord, on constate l'incomplétude et les coûts liés à l'établissement des contrats. Charreaux (1997) note qu'un contrat ne peut jamais tout prévoir, la grande complexité des tâches managériales implique en effet « qu'aucun mécanisme de contrôle et d'évaluation ne permet de connaître sans ambiguïté les efforts fournis par les partenaires »,

<sup>5</sup> C'est un résidu non affecté, c'est l'excédent représentant la latitude dont dispose le dirigeant dans ses négociations avec les différents *stakeholders* (Charreaux, 1997).

- ensuite, la deuxième raison est l'asymétrie d'information. Chaque partie possède une information dont la révélation peut être utile aux autres parties. Elle n'a pas intérêt à révéler cette ressource qui constitue une information utile. Cette asymétrie informationnelle implique que l'information est une ressource rare et coûteuse.

Puisque de telles asymétries existent, les agents vont tenter de les utiliser à leur profit.

En effet, chaque acteur cherche à maximiser sa satisfaction et le dirigeant va tenter de contourner les clauses fixées par le contrat. La relation d'agence est ainsi marquée par une asymétrie informationnelle au profit de l'agent. La présence effective des dirigeants au sein de l'entreprise leur confère un privilège sur les actionnaires dans la mesure où ils détiennent des informations inaccessibles aux actionnaires (du moins sans coût). Le dirigeant dispose d'informations techniques, juridiques, financières dont il peut dissimuler l'existence ou différer la publication. Deux phénomènes naissent alors de cette situation. D'une part, l'actionnaire (principal) éprouve nécessairement des difficultés à définir avec précision les conditions de formation et d'exécution du contrat lors de sa négociation avec le dirigeant (agent), dont il ne connaît pas la capacité exacte de travail : c'est la sélection adverse. Elle recouvre toutes les situations dans lesquelles un individu informé traite avec un autre qui ne l'est pas. D'autre part, l'actionnaire se trouve dans l'impossibilité d'évaluer avec exactitude l'activité de gestion du dirigeant d'autant que celui-ci peut avoir provoqué certains événements : c'est l'aléa moral. Le risque ou aléa moral (*moral hazard*) résulte de l'opportunisme des agents qui les pousse à ne pas respecter un contrat si cela leur permet d'améliorer leur situation personnelle. Arrow (1973) parle de passager clandestin (*free rider*) lorsqu'un agent ne respecte pas ses promesses parce que son comportement n'est pas observable par son partenaire ; le défaut d'observabilité dépend soit de l'incompétence de l'observateur soit du coût de la supervision. Dans le cas de la firme managériale, il y a des mécanismes qui permettent aux actionnaires de contraindre les dirigeants. Walsh et Seward (1990) dans leur synthèse, distinguent un mécanisme interne, le conseil d'administration et un mécanisme externe, les prises de contrôle.

Le conseil d'administration dispose de deux leviers d'action, le mode de rémunération et le remplacement du dirigeant. Mais le rôle disciplinaire du conseil d'administration semble révéler une efficacité limitée. Les liens entre performance, rémunération et changement de dirigeant apparaissent faibles. Les coûts organisationnels entraînés par un changement de dirigeant sont particulièrement élevés, d'où la rareté de révocation de dirigeants. De plus, le conseil peut inclure des représentants des créanciers ou des salariés dont les objectifs divergent de ceux des actionnaires.

La prise de contrôle apparaît comme un facteur disciplinaire d'efficacité limitée dans la mesure où les nouveaux dirigeants qui acquièrent le contrôle poursuivent des objectifs différents de ceux des actionnaires et cherchent eux-mêmes à s'enraciner.

La théorie de l'agence et la gouvernance actionnariale sont fondées sur une relation privilégiée entre les dirigeants et les actionnaires qui a tourné à l'avantage des premiers.

## **2. Gouvernance actionnariale : la main visible des managers**

Après le capitalisme familial, le concept de « *corporate governance* » a émergé à la suite de la séparation des fonctions de propriété du capital et de prise de décision (Berle et Means, 1932), il y a eu une émergence des managers. Ce capitalisme place les décisions entre les mains visibles des managers (Chandler, 1977).

Dans les firmes cotées qui constituent notre cadre d'analyse et notre terrain d'investigation, l'objectif assigné à l'agent est la création de valeur pour l'actionnaire.

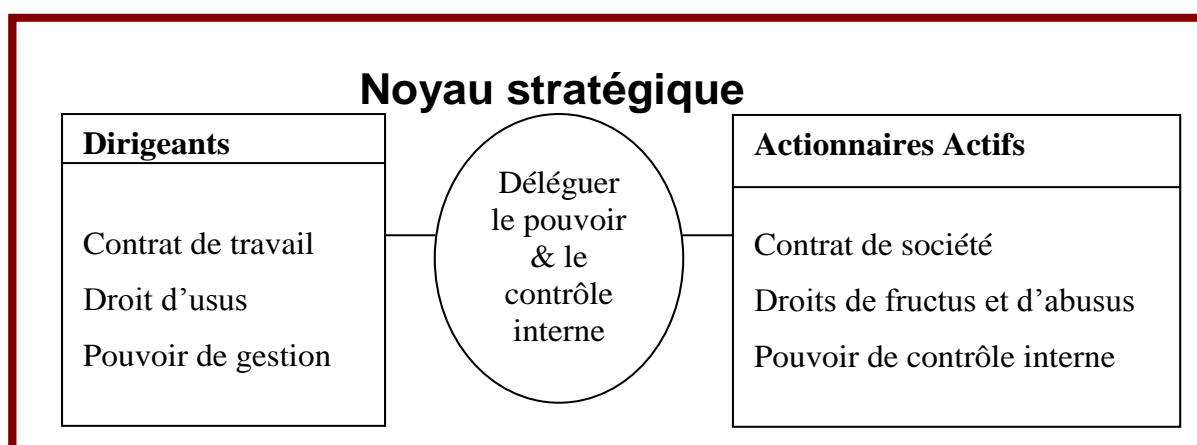
La gouvernance actionnariale considère que les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels, et que les autres participants à la chaîne de valeur contractent à leur coût/prix d'opportunité. L'objectif premier de l'équipe dirigeante d'une entreprise consiste par conséquent, à créer de la valeur actionnariale, c'est-à-dire maximiser la richesse à court et long terme des propriétaires de la firme.

Le mode de gouvernance actionnariale trouve ses racines dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) : la firme est un nœud de contrats au centre duquel se trouve la relation actionnaires/dirigeant, qui est source des conflits d'agence dès lors que le capital est dispersé, laissant davantage de latitude aux dirigeants. L'actionnaire est perçu comme le seul propriétaire légitime de l'entreprise. Dans ce cadre, l'enjeu principal de la gouvernance est d'inciter les dirigeants à maximiser la richesse des actionnaires. La capacité à résoudre les conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires dépendra des mécanismes de contrôle qui pourront être mis en œuvre (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983). Pour faire face aux divergences d'intérêts, la théorie de l'agence indique que l'instauration de mécanismes de contrôle permet de stabiliser les relations et de minimiser les coûts d'agence. Dans une perspective contractuelle disciplinaire, les mécanismes de gouvernance interviennent pour réduire les coûts d'agence et contribuent ainsi à augmenter la création de richesse.

Ce modèle, qui repose sur l'analyse de Jensen et Meckling (1976), met au premier rang la relation entre le dirigeant (agent) et les actionnaires (le principal). Le dirigeant joue un rôle

fondamental et devient un acteur incontournable. Ce mode de gouvernance consiste à sécuriser la rentabilité de l'investissement financier (Shleifer et Vishny, 1997). Le mode actionnarial procède d'une logique externe orientée vers les marchés ; il privilégie la création de valeur pour l'actionnaire et l'entreprise cherche à maximiser le cours boursier des titres détenus par les actionnaires. Ce mode de gouvernance se caractérise par un capital diffus (recours massif aux marchés financiers) : il n'y a pas d'actionnaires majoritaires, mais uniquement des actionnaires minoritaires. Les dirigeants jouissent d'une certaine autonomie. Les actionnaires forment avec le dirigeant le noyau stratégique ; ils définissent et mettent en œuvre le projet stratégique. Ils exercent un contrôle interne lors des conseils d'administration et des assemblées générales. Le noyau stratégique est présenté par la figure suivante.

**Figure 4: Noyau stratégique**



Dans la firme managériale, le dirigeant joue un rôle important et son attitude peut influencer la création et la répartition de la valeur.

## **Conclusion de la section 1**

L'objectif de cette première section était d'expliquer le passage de la firme entrepreneuriale à la firme managériale qui a provoqué la séparation entre la propriété du capital et le contrôle. De ce fait, chaque acteur va tenter de maximiser sa fonction d'utilité. Les actionnaires vont mettre en place des mécanismes de gouvernance pour contrôler les dirigeants afin d'atteindre leur objectif qui est la maximisation de la valeur actionnariale.

Cette section nous a également permis de montrer que pour se prémunir contre les comportements indésirables des dirigeants, les cocontractants consentent à des coûts d'agence. Ces inévitables coûts d'agence réduisent l'opportunisme de l'agent sans l'éliminer totalement.

Nous avons expliqué que la composition et la structure d'actionnariat est passée du stade des capitalismes " bourgeois " à celui de la prédominance du manager professionnel, de la séparation entre propriété et contrôle analysée par Berle et Means (1932). La loi est intervenue pour affirmer les responsabilités des managers face aux actionnaires mais aussi pour placer le contrôle entre les mains « visibles » des premiers (Chandler, 1997).

La relation d'agence, fondement d'une gouvernance actionnariale, est un jeu entre plusieurs acteurs. Les actionnaires actifs forment avec le dirigeant le noyau stratégique.

Si l'approche actionnariale met en avant les investisseurs financiers et la création de valeur pour l'actionnaire, elle passe par les mécanismes (1) d'incitations, et (2) de discipline des dirigeants, dans l'objectif de maximisation des intérêts de l'ensemble des actionnaires. Le dirigeant occupe une place importante dans le noyau stratégique, il est intéressant d'envisager son attitude pour la suite de la construction théorique. L'attitude de dirigeant fera l'objet de la section suivante.

## **SECTION2 : L'ATTITUDE DE DIRIGEANT : INTENDANT FIDÈLE OU AGENT OPPORTUNISTE ?**

---

Le dirigeant, qui occupe une place importante dans le noyau stratégique, va t-il se comporter comme un opportuniste ou au contraire, sera t-il créateur de valeur pour l'actionnaire ?

Le dirigeant détient le contrôle et est de ce fait au centre du jeu contractuel. De son attitude va dépendre la création et la répartition de la valeur. Nous verrons, dans un premier temps, que ce dernier peut être opportuniste en cherchant à maximiser sa fonction d'utilité et qu'il faut protéger les actionnaires de ce comportement (§1). Ensuite, nous montrerons que le dirigeant peut devenir un élément de création de valeur à travers ses pratiques managériales (§2).

### **1. L'approche théorique disciplinaire de la gouvernance actionnariale : protéger les actionnaires des comportements opportunistes du dirigeant**

Le dirigeant occupe une position centrale dans le fonctionnement de l'entreprise. De ce fait, il est exposé à la tentation d'appropriation d'une partie de la rente organisationnelle. Il peut entreprendre des investissements qui favorisent sa fonction d'utilité. Il peut faire de la rétention d'information ou encore rendre son remplacement coûteux pour l'organisation, ce qui lui permet d'augmenter son pouvoir ainsi que son espace discrétionnaire. Pour limiter l'opportunisme du dirigeant et maximiser la valeur pour l'actionnaire, des mécanismes de gouvernance sont mis en place. Quels sont ces mécanismes prévus par la théorie de l'agence destinés à limiter l'opportunisme des dirigeants ? Les modèles principal/agent recommandent le recours simultané à des mécanismes de contrôle et des incitations financières qui peuvent être considérés, selon Caby et Hirigoyen (2001), comme des alternatives. Williamson (1991) classe les mécanismes de contrôle selon qu'ils possèdent le caractère intentionnel (liés à l'organisation) ou spontané (liés aux marchés). Les théoriciens de l'agence distinguent les systèmes de contrôle internes des systèmes de contrôle externes (Jensen 1993, Charreaux 1997, Pochet 1998 et Parrat 1999, p. 41).

Les mécanismes de gouvernance externes sont composés de trois forces de marchés : la concurrence sur le marché des biens et services, le marché des dirigeants, et les marchés de capitaux.

Demsetz (1983) estime que dans le cas où le dirigeant serait trop opportuniste et prélève trop au détriment des actionnaires, cela aurait des répercussions sur le coût de production et donc sur le prix de vente proposé sur le marché. La firme peut devenir moins compétitive et créer moins de valeur pour l'actionnaire. C'est donc le risque d'une dégradation de la compétitivité qui doit limiter l'opportunisme du dirigeant. Une forte concurrence sur le marché peut alors inciter le dirigeant à limiter les prélèvements discrétionnaires.

Le marché du travail des dirigeants est chargé de leur évaluation en permanence. Les dirigeants peuvent être révoqués à tout moment par leur conseil d'administration et peuvent se retrouver en position d'offreur sur ce marché. Ils peuvent être tentés de veiller à ce que leur opportunisme ne soit pas perçu par le marché pour ne pas remettre en cause leur réputation. Dans le modèle de Fama (1980), relatif aux sociétés managériales, la valeur du capital humain des dirigeants est évaluée sur la base des performances passées enregistrées par les entreprises où a exercé le candidat. Si la pression exercée par le marché du travail vise à inciter les dirigeants à être performants, rien n'assure que l'information disponible sur leurs compétences managériales soit conforme à la réalité. Le dirigeant peut transmettre une information non exhaustive et biaisée au marché chargé de l'évaluer. De plus, rien n'indique qu'un manager obtenant de bons résultats au sein d'une firme et jouissant d'une bonne réputation puisse obtenir des résultats semblables à la tête d'autres firmes. L'efficacité du marché du travail des dirigeants n'est sans doute que partielle dans les pays où il existe une forte collusion entre les dirigeants et les administrateurs chargés de les révoquer et de les nommer. Dans une telle situation, le marché du travail apparaît véritablement cloisonné, car il existe des mécanismes de cooptation permettant aux dirigeants de se soustraire à une évaluation par le marché. De tels mécanismes semblent prévaloir en France, où de nombreux dirigeants, des plus grandes entreprises, sont directement issus de réseaux d'élites très fermés (X, ENA, HEC, etc.) (Paquerot et Carminatti-Marchand, 2003).

Le marché financier est un autre mécanisme de contrôle externe (via la cotation et les offres publiques). En cas d'opportunisme avéré ou de mauvaise gestion, les actionnaires peuvent vendre leurs titres pour exprimer leur mécontentement. Cette pression du marché financier est censée contraindre les dirigeants à gérer conformément aux intérêts des actionnaires car la vente massive peut entraîner une forte chute des cours.

Outre ces mécanismes de gouvernance externes pour atténuer l'opportunisme du dirigeant et augmenter la valeur pour les actionnaires, on trouve les mécanismes internes. Ils sont

composés du droit de vote des actionnaires et du rôle du conseil d'administration. Le vote peut sanctionner une équipe dirigeante peu performante lors de l'assemblée générale des actionnaires. Quant au conseil d'administration, pour Fama (1980) les administrateurs internes à la firme disposent d'informations spécifiques, leur rôle est d'informer les autres administrateurs. Le conseil d'administration a un rôle essentiel car c'est lui qui met en place les systèmes d'incitation du dirigeant et qui peut décider de son éviction s'il est sous efficient. Le conseil d'administration peut être un contre pouvoir. Ce dernier est supposé agir par deux leviers : le *package* de rémunération et la menace d'éviction. Nous pouvons résumer les mécanismes de gouvernance par la figure suivante.

**Figure 5 : Typologie des mécanismes de gouvernement des entreprises**

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<ul style="list-style-type: none"> <li>. contrôle direct des actionnaires (assemblée)</li> <li>. conseil d'administration (avec ou sans séparation présidence du conseil, direction ou forme unique contre forme biconseil)</li> <li>. systèmes de rémunération, d'intéressement</li> <li>. structure formelle</li> <li>. auditeurs internes</li> <li>. comité d'entreprise</li> <li>. syndicat "maison"</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. environnement légal et réglementaire (lois sur sociétés, sur le travail, droit de la faillite, droit social...)</li> <li>. syndicats nationaux</li> <li>. auditeurs légaux</li> <li>. associations de consommateurs</li> </ul>
Mécanismes spontanés	<ul style="list-style-type: none"> <li>. réseaux de confiance informels</li> <li>. surveillance mutuelle des dirigeants</li> <li>. culture d'entreprise</li> <li>. réputation auprès des salariés (respect des engagements)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. marchés des biens et des services</li> <li>. marché financier (dont prises de contrôle)</li> <li>. intermédiation financière</li> <li>. crédit interentreprises</li> <li>. marché du travail</li> <li>. marché politique</li> <li>. marché du capital social</li> <li>. environnement "sociétal"</li> <li>. environnement médiatique</li> <li>. culture des affaires</li> <li>. marché de la formation</li> </ul>

Source : Charreaux (1996, p.9)



Dans les firmes managériales, le mécanisme principal serait le marché des dirigeants, complété par le conseil d'administration.

Ces mécanismes de gouvernance sont conçus pour optimiser les choix, discipliner le dirigeant et garantir aux investisseurs financiers une valeur actionnariale maximale tout en limitant les coûts d'agence. Les coûts d'agence sont l'élément fondateur induisant la nécessité d'aligner le comportement du dirigeant -l'agent- sur les intérêts des actionnaires -le principal-.

D'après Charléty (1994, p.33-48), la théorie d'agence se focalise sur deux questions : d'une part, comment bâtir un système d'incitation, de surveillance, de contrôle pour empêcher le dirigeant de nuire aux intérêts des actionnaires, ou mieux pour aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires et donc maximiser la valeur pour ces derniers ? Et d'autre part, comment, malgré l'information imparfaite entre dirigeant et actionnaire, concevoir des mécanismes pour se rapprocher au maximum de l'information qui existe sur le marché ? Toutefois, les dirigeants, qui sont au centre du nœud de contrats, disposent d'un meilleur accès à l'information par rapport aux autres partenaires de la firme. Leur position stratégique dans l'entreprise leur permet de contrôler en partie l'information et, en particulier, de restreindre sa disponibilité pour les autres agents. L'accroissement de l'asymétrie d'information envers les partenaires et les agents chargés de leur contrôle (actionnaires, administrateurs, banques, etc.) leur permet de s'enraciner et d'accroître leur espace discrétionnaire. La notion d'enracinement, introduite par Shleifer et Vishny (1989), consiste pour le dirigeant à réduire son risque d'éviction, soit en accroissant le coût de cette mesure pour les actionnaires, soit en réduisant l'intérêt. Mais le dirigeant peut devenir un élément de création de valeur à travers ses pratiques managériales, grâce à ses compétences et caractéristiques personnelles et à la qualité de l'information qu'il détient.

## **2. Le dirigeant : un élément de création de valeur actionnariale**

La relation entre dirigeant et actionnaires est la base pour comprendre le rôle du dirigeant. D'après les principes généraux de la théorie de l'agence, le dirigeant non actionnaire est un facteur de coût supplémentaire. L'agent et le principal ont des fonctions d'utilité différentes et chacun agit pour maximiser sa propre fonction d'utilité.

D'un point de vue financier, le principal vecteur de création de valeur est le choix et la mise en œuvre des projets d'investissement. Dans ce processus, le dirigeant joue un rôle central (Wirtz, 2008).

D'après la théorie de la gouvernance, dans sa version disciplinaire actionnariale, issue de la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976), la performance est d'autant meilleure que les intérêts des dirigeants sont alignés sur ceux des actionnaires. Le rôle des mécanismes de gouvernance est de réduire les coûts d'agence associés aux divergences d'objectifs entre actionnaires et dirigeants. Plus l'espace discrétionnaire des dirigeants serait réduit, plus le risque de conflits d'intérêts avec les actionnaires diminuerait et il en résulterait une meilleure performance pour les actionnaires. Selon cette logique disciplinaire, la fonction des mécanismes de gouvernance est de réduire la latitude managériale au moyen des différents mécanismes qui le composent, qu'ils soient intentionnels –par exemple, le conseil d'administration ou le droit des sociétés – ou spontanés, comme le marché des dirigeants ou le marché financier Charreaux (1997). Le renforcement de la discipline, à travers, par exemple, l'indépendance des conseils d'administration doit mener, à terme, à une meilleure performance actionnariale. Les études (Bertrand et Schoar, 2003 ; Adams et al., 2005) ont confirmé l'influence des dirigeants sur la performance. Ces recherches ont conduit en pratique à l'adoption d'un arsenal très développé de mesures visant à mieux contrôler les dirigeants.

Le dirigeant a une position privilégiée au centre du processus de création de valeur. Ses pratiques managériales jouent un rôle actif dans la création de valeur. Il y a plusieurs facettes de la création de valeur. D'abord, ses compétences propres et ses caractéristiques personnelles peuvent être un facteur de création de valeur, dès lors qu'il développe un capital managérial susceptible de créer des rentes pour l'entreprise. Le dirigeant doit montrer une capacité à se différencier des autres en adoptant un comportement original et spécifique dans ses projets et ses prises de décision. Ses réseaux sociaux et d'information (réseaux d'anciens élèves, des décideurs influents, etc.) sont des composants de son capital managérial.

Le dirigeant détient le contrôle de la firme et de ce fait se trouve au centre du jeu concurrentiel. Il peut procéder à des transferts de richesse de certains partenaires vers les actionnaires (Breton et Schatt, 2003). Dans ce cas, il augmente la rente des actionnaires sans création "nouvelle" de richesses. Il n'est plus forcément en conflit avec les actionnaires ; il agit même dans leur intérêt en opérant ces transferts à leur profit (Galai et Masulis, 1976) dans le cas des conflits avec les créanciers financiers. L'Etat est parmi les parties prenantes

qui peuvent être lésées. En réduisant le montant des impôts payés à l'administration fiscale et en utilisant les techniques d'optimisation, la richesse des actionnaires va augmenter. Les banques peuvent voir une part de la rente leur échapper en faveur des actionnaires. Les dirigeants peuvent présenter une situation financière dans laquelle le risque de défaillance est faible pour se financer à un coût réduit (faible prime de risque) et pour éviter un rationnement du crédit. Les dirigeants peuvent réduire les bénéfices afin d'éviter des négociations difficiles avec les salariés ou les syndicats (Waterhouse et al., 1993). Cette politique permet de justifier plus aisément certaines restructurations (licenciements, fermetures d'usines) au détriment des salariés.

Sous cet angle, les mécanismes de gouvernance actionnariale augmentent le risque des autres parties prenantes (non actionnaires) ; c'est donc l'effet opposé à celui qui fait l'objet du raisonnement principal.

Mais après ce second stade du capitalisme qui est celui de la prédominance du manager professionnel, où l'attitude de dirigeant joue un rôle important en matière de création et de répartition de la valeur, un troisième stade émerge. Il est caractérisé par la montée en puissance des investisseurs institutionnels.

## **Conclusion de la section 2**

L'objectif de cette section était de développer les mécanismes disciplinaires de gouvernance pour protéger les actionnaires des comportements opportunistes du dirigeant. En effet, par sa position le dirigeant est exposé à la tentation d'appropriation d'une partie de la valeur créée. Pour limiter l'opportunisme du dirigeant et maximiser la valeur pour l'actionnaire, des mécanismes de gouvernance sont mis en place, des mécanismes internes, à travers le conseil d'administration qui joue le rôle d'un contre pouvoir, mais aussi des mécanismes externes via le marché du travail des dirigeants, le marché financier et la concurrence sur le marché des biens et services. Ces mécanismes de gouvernance sont conçus pour optimiser les choix, discipliner le dirigeant et garantir aux investisseurs financiers une valeur actionnariale maximale tout en limitant les coûts d'agence.

Cette section nous a également permis d'expliquer que le dirigeant détient le contrôle et est de ce fait au centre du jeu concurrentiel. Il peut d'une part, augmenter la rente des actionnaires sans création « nouvelle » de richesses en optimisant les techniques fiscales, en présentant une situation financière moins risquée qu'elle ne l'est, et en réduisant les bénéfices afin d'éviter des négociations difficiles avec les salariés. D'autre part, il peut créer de la valeur pour les actionnaires avec ses compétences et ses caractéristiques personnelles. Le dirigeant n'est plus forcément en conflit avec les actionnaires ; il agit même dans leur intérêt en opérant des transferts de richesse à leur profit.

En résumé, le dirigeant « manager », s'il engendre des coûts d'agence, est tout à fait susceptible de contribuer à la rente actionnariale. Le système de gouvernance est là pour préserver cet équilibre contractuel plus ou moins fragile parce que les mécanismes de gouvernance actionnariale augmentent le risque des autres parties prenantes explicites (non actionnaires).

Cette phase de la main visible des managers est suivie par celle d'un capitalisme caractérisé par la montée en puissance des investisseurs institutionnels, qui ont réussi à imposer leurs principes de bonne gouvernance. Cette phase fera l'objet de la section suivante.

## **SECTION3 : LA MONTÉE EN PUISSANCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**

---

Les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers. Ils ont réussi à imposer leurs principes de bonne gouvernance. Le stade managérial du capitalisme est-il dépassé avec la main visible des investisseurs institutionnels ? Nous assistons à un troisième stade du capitalisme. Il sépare propriété du capital et de décision d'investissement et professionnalise la fonction d'investissement. La part relative des investissements des fonds de pension n'a cessé de croître et ils ont un poids déterminant dans l'évolution des mécanismes de gouvernance des entreprises. Dans cette section, nous présentons les comportements des investisseurs institutionnels (§1). Ensuite, nous analysons la politique actionnariale et son incidence sur la gouvernance des entreprises (§2).

### **1. Les comportements des investisseurs institutionnels et mode de gouvernance actionnariale**

La montée en puissance des investisseurs institutionnels peut être analysée comme une modification profonde du capitalisme et comme un renforcement du pouvoir des actionnaires dont les comportements d'investisseur et de propriétaire se transforment.

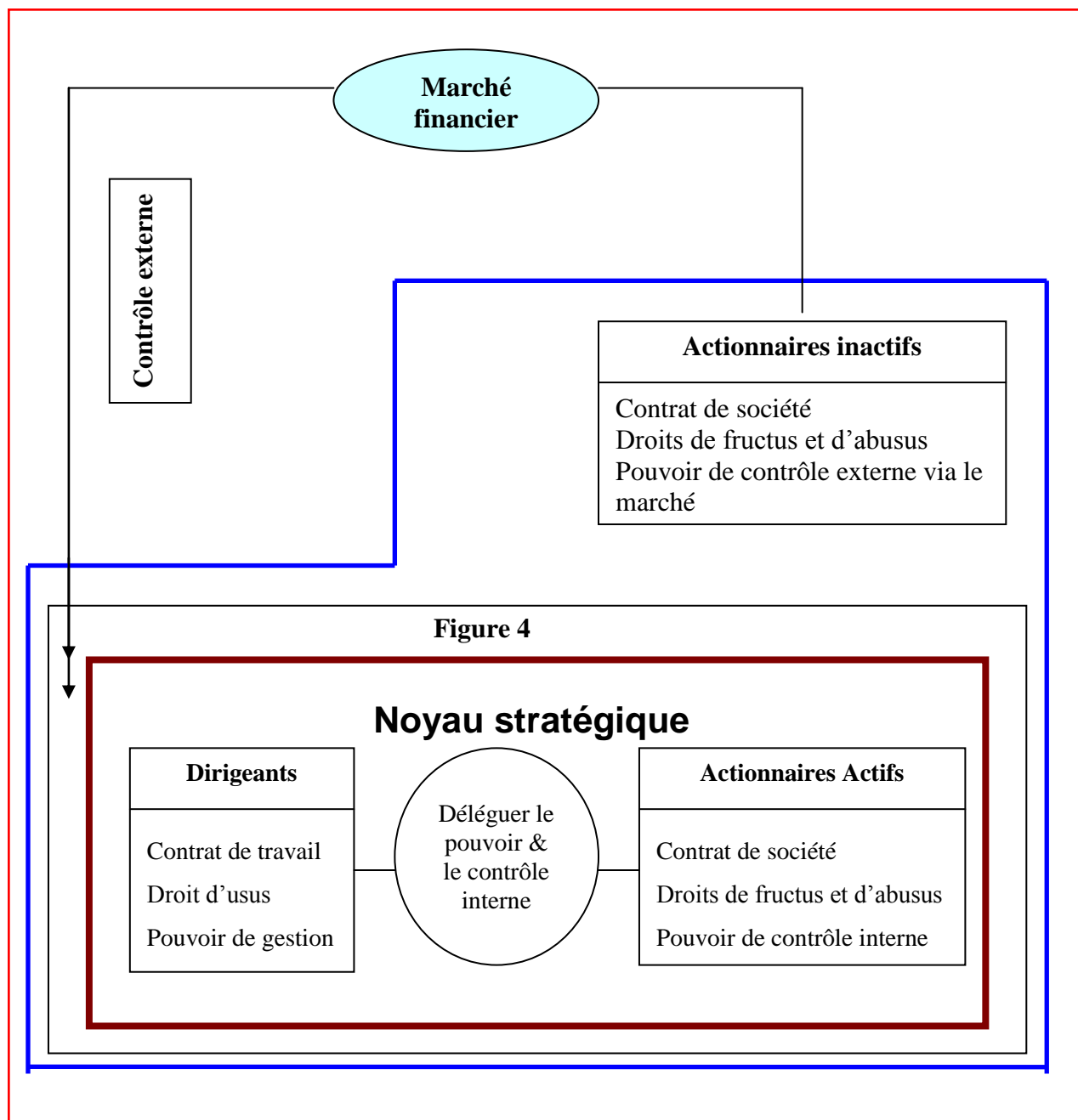
Un investisseur institutionnel est un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une organisation ou d'un groupe d'organisations (Brancato, 1997). Ils peuvent être regroupés en plusieurs catégories : les compagnies d'assurance et les banques à travers leur département ou filiale d'investissement, les compagnies d'investissement, les fonds de pension publics et privés et le public (petits porteurs), etc. Les fonds de pension occupent une grande position, à la fois parce qu' (1) ils gèrent des fonds dont les bénéficiaires sont salariés ou retraités et (2) ils constituent un groupe hétérogène mais puissant. Ils se distinguent des autres tant par le montant des actifs dont ils sont responsables que par leur comportement activiste. Ils prennent de plus en plus un rôle actif dans la gouvernance car ils investissent sur un horizon de long terme. Mais leurs relations spécifiques aux salariés ne semblent guère influencer leurs décisions (O'Sullivan, 2000).

Une partie des investisseurs institutionnels sont des actionnaires inactifs. Ils cherchent une rentabilité forte et à court terme. Ils sont mobiles et font agir les pressions du marché pour obtenir une amélioration des résultats. En tant qu'investisseurs, ces actionnaires financent l'activité et exercent un contrôle passif ; ils expriment leurs revendications sur le marché financier. Ils participent au développement de la société dans une optique de placement. Ce contrôle se traduit par l'emprise des marchés financiers sur les entreprises. En cas de désaccord avec le noyau stratégique, ils peuvent vendre leurs titres (« vote avec les pieds » ou « *wall street walk* ») (L'Hélias, 1997). La distinction entre actionnaires actifs et inactifs réside dans le pouvoir de contrôle. Les premiers ont un contrôle interne avec un accès privilégié à l'information sur l'entreprise, par contre les seconds ont un contrôle externe via le marché financier.

Les investisseurs institutionnels ne présentent pas des comportements homogènes en fonction de leurs comportements d'investissement et de gouvernance. Il y a ceux qui sont actifs sur ces deux plans. Ils investissent à long terme et ils s'impliquent massivement dans la gouvernance et ceux qui choisissent activement leur portefeuille d'investissement mais n'interviennent pas dans la gouvernance des entreprises.

L'approche actionnariale, met en avant les investisseurs financiers et la création de valeur actionnariale ; elle passe par les mécanismes (1) d'incitations, et (2) de discipline des dirigeants, dans l'objectif de maximiser les intérêts de l'ensemble des actionnaires. Nous pouvons représenter ce mode, où la différence entre les actionnaires actifs et inactifs réside dans le pouvoir de contrôle, dans la figure suivante.

Figure 6 : Mode de gouvernance actionnariale



Ce mode de gouvernance a pour but de discipliner les dirigeants et de sécuriser la rentabilité de l'investissement financier ; il est principalement régulé par les mécanismes des marchés (marché financier, des dirigeants, des biens et services). Dans ce mode, la gouvernance des entreprises est influencée par la politique des investisseurs institutionnels.

## 2. Politique actionnariale des investisseurs et gouvernance des entreprises

La politique des investisseurs institutionnels américains découle en grande partie des règles qui définissent leurs obligations à l'égard des épargnants. Il s'agit de défendre l'intérêt des épargnants en respectant les principes : prudence, loyauté et contrôle des risques. La politique actionnariale, en premier lieu, privilégie la création de valeur pour l'actionnaire et l'entreprise cherche à maximiser le cours boursier des titres détenus par les actionnaires. En second lieu, les investisseurs cherchent à imposer aux entreprises des règles de gouvernement destinées à faciliter le contrôle des entreprises dont ils sont actionnaires. La généralisation des principes de gouvernance est une conséquence directe de la pression exercée par les investisseurs.

La création de valeur actionnariale est devenue un objectif mis en avant par les dirigeants des entreprises cotées. Le but est de séduire les actionnaires et notamment les investisseurs étrangers.

La montée en puissance de la gestion collective de l'épargne a entraîné une double modification de la géographie du capital des entreprises : (1) concentration du capital des entreprises entre les mains des investisseurs institutionnels ; (2) éclatement des noyaux durs et des participations croisées. Ces modifications ont donné un pouvoir accru aux actionnaires minoritaires, en particulier les investisseurs institutionnels. Cette double transformation a contribué à faire basculer le mode de gouvernance du modèle « managérial », fondé sur le contrôle interne par les managers et par les conseils d'entreprises, vers un modèle de type « *shareholder* », fondé sur le contrôle externe exercé par les marchés et par les actionnaires. Pratiquant un contrôle externe, l'objectif est double : réduire au maximum les asymétries d'information dont bénéficient les managers et favoriser la mise en place de systèmes d'incitations et de rémunérations amenant ces derniers à poursuivre l'objectif prioritaire de création de valeur actionnariale. La pression exercée par les investisseurs institutionnels a modifié en leur faveur les critères de gouvernance.

Le cas de la France illustre l'effort des pays de l'Europe continentale pour satisfaire certains critères du gouvernement d'entreprise. La France a publié plusieurs rapports à la suite du Rapport Cadbury en 1992 au Royaume Uni et de la version des *Principles of Corporate Governance* arrêtés en 1994 par l'*American Law Institute*. Ces deux textes prônent le renforcement du rôle du conseil d'administration et des actionnaires en tant que contre-pouvoirs. Par ailleurs, les deux rapports Viénot de 1995 et 1999 et la loi sur les « nouvelles régulations économiques » (2001) illustrent la volonté de se rapprocher d'un modèle de gouvernement d'entreprise inspiré des normes anglo-saxonnes.



Après l'émergence des managers, il y a eu un retour des actionnaires à travers la main visible des investisseurs institutionnels. Ce retour est caractérisé par un renforcement des mécanismes de gouvernance. Le conseil d'administration doit privilégier les administrateurs indépendants et compétents dans sa composition, mettre en place des comités spécialisés et s'entourer des consultants nécessaires à la bonne réalisation de ses missions. Les investisseurs institutionnels vont avoir pour souci essentiel de minimiser les coûts d'agence, d'aligner les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires.

Le développement des stock-options et des modes de rémunération liés à la performance financière, l'accroissement des rémunérations des dirigeants sont les symboles de cette nouvelle ère. C'est dans ce contexte que les investisseurs institutionnels ont le mieux réussi à imposer leurs principes de " bonne " gouvernance.

Ce retour est caractérisé par un renforcement du contrôle externe exercé sur les dirigeants par rapport à l'objectif de création de valeur actionnariale, mais ce contrôle n'est pas exclusif. Les parties prenantes autres que les actionnaires et les dirigeants continuent d'exercer une influence sur la politique des entreprises.

### Conclusion de la section 3

L'objectif de cette section était d'expliquer l'influence de la montée en puissance des investisseurs institutionnels sur la gouvernance des entreprises. Les investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pensions occupent une grande position du fait non seulement de la part relative des investissements qu'ils gèrent mais aussi parce qu'ils constituent un groupe hétérogène mais puissant. Une partie des investisseurs institutionnels sont des actionnaires inactifs. Ils cherchent une forte rentabilité et à court terme. La distinction entre ces deux types d'actionnaires réside dans le pouvoir de contrôle. Les actionnaires actifs ont un contrôle interne avec un accès privilégié à l'information sur l'entreprise, les actionnaires inactifs ont un contrôle externe via le marché financier.

Cette section nous a également permis de présenter les spécificités du mode de gouvernance actionnariale. Ce modèle trouve son origine dans la théorie de l'agence. Il privilégie la création de la valeur pour l'actionnaire, seul créancier résiduel. Ce mode de gouvernance a pour but de discipliner les dirigeants et de sécuriser la rentabilité de l'investissement financier ; il est principalement régulé par les mécanismes de marchés (marché financier, des dirigeants, des biens et services). Il est souple et en cas d'inefficience avérée, l'actionnaire se retire du capital de la société.

Mais aussi cette montée en puissance a modifié la géographie du capital des entreprises avec l'éclatement des noyaux durs et des participations croisées. Cette modification a contribué à faire basculer le mode de gouvernance du modèle « managérial » fondé sur le contrôle interne vers un modèle « *shareholder* » fondé sur le contrôle externe.

Après l'émergence des managers, il y a eu un retour des actionnaires à travers la main visible des investisseurs institutionnels. Ce retour est caractérisé par un renforcement des mécanismes de gouvernance.

La section suivante va montrer que ce mode est de plus en plus contesté. Elle va permettre de présenter d'une part, la remise en cause de l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires, et par conséquent la remise en cause de la maximisation de la valeur pour ces derniers, et d'autre part, le passage de la gouvernance actionnariale vers la gouvernance de partenariat.

## **SECTION4 : LIMITES DE LA GOUVERNANCE ACTIONNAIRIALE**

---

La gouvernance actionnariale considère que les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels, et que les autres participants à la chaîne de valeur contractent à leur coût/prix d'opportunité. L'objectif premier de l'équipe dirigeante d'une entreprise consiste par conséquent à créer de la valeur actionnariale, c'est-à-dire maximiser la richesse à court et long terme des propriétaires de la firme. La multiplication des scandales financiers a accentué la contestation de la vision moniste où les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels. La fonction des dirigeants n'est plus uniquement la maximisation de la valeur pour les actionnaires mais aussi la résolution des conflits d'intérêts entre les parties prenantes.

Dans un premier temps, nous présentons la remise en cause de la maximisation de la valeur pour les actionnaires (§1). Ensuite, nous examinons le passage d'une vision financière vers une vision partenariale (§2).

### **1. Remise en cause de la maximisation de la valeur pour les actionnaires**

L'objectif de maximisation de la valeur actionnariale est exprimé sans ambiguïté par Stewart (1994) : « La finance d'entreprise et la théorie micro-économique nous indiquent que le premier objectif financier est de maximiser la richesse des actionnaires. Cet objectif ne sert pas simplement les intérêts des propriétaires de l'entreprise, c'est aussi la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes natures sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible, ce qui dès lors maximise la richesse au sens large » (cité par Caby et Hirigoyen, 1998, p.34). Cette représentation de la théorie de la firme ignore de nombreux partenaires, notamment les salariés. De plus, l'incomplétude des contrats remet en cause l'ensemble des fondements de la théorie de la firme à propos de l'équilibre général dans la mesure où il est impossible de formaliser l'ensemble des relations contractuelles. En mettant en place des mécanismes pour contrôler l'opportunisme des dirigeants, la théorie de l'agence intègre cette incomplétude. Grossman et Hart (1986) avancent que l'organisation de la production résout le problème de l'incomplétude des contrats en assignant à une partie, le propriétaire, tous les droits résiduels de contrôle, de l'utilisation des actifs dans une firme. Cette conception unilatérale de la relation d'agence fait des actionnaires les seuls créanciers

résiduels car ils sont les seuls à assumer le risque résiduel. Plusieurs auteurs trouvent que cette vision moniste, qui favorise le court terme, est restrictive. Ils proposent alors une vision plurale où toutes les parties sont prises en considération.

Albouy (1999) adresse deux critiques aux critères de la valeur actionnariale de type EVA (Economic Value Added). La première est relative aux difficultés de la mesure car le calcul nécessite de multiples retraitements comptables ; la seconde concerne le risque du court-termiste, qui se trouve renforcé par le fait que les critères de type EVA occultent les processus organisationnels. Ils sont centrés directement ou indirectement sur les informations comptables et financières produites par les marchés et les systèmes d'informations comptables. Selon Garvey et Swan (1994) « *la gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération. (...). En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* » (Garfatta, 2010, p.52). De la même façon, Charreaux (1997a) souligne que « *l'identification des propriétaires devient complexe, par exemple, les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type managérial qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété* ».

Si le principe de la maximisation de la valeur de l'entreprise a semblé une alternative acceptable au principe traditionnel de maximisation des profits dans le domaine de la finance d'entreprise, il n'en demeure pas moins vrai que le concept de valeur ne fait pas l'unanimité ; il s'est métamorphosé au fil des temps. En effet, l'entreprise a successivement été assimilée à une " boîte noire ", à une entité de type contractuel et enfin à une organisation partenariale. Hirigoyen (1997) propose de passer d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat.

## **2. D'une vision financière vers une vision humaine**

Le développement de l'entreprise repose sur deux ressources : d'une part, le capital apporté par les actionnaires et les créanciers et d'autre part, les compétences des salariés. Aoki (1984) considère les firmes comme la combinaison de travail et de capital spécifique, et le rôle du management est d'arbitrer entre ces deux groupes d'intérêt lors des prises de décision en matière de production, d'investissement et de partage des rentes générées. Le capital humain

spécifique encourt un risque semblable à celui pris par les actionnaires. En effet, lorsqu'un employé perd son travail sans faute de sa part, il subit une baisse de salaire lorsqu'il est de nouveau embauché sans parler des cas où il ne retrouve plus d'emploi. Dans la mesure où il n'est pas envisageable de supprimer le risque en garantissant la pérennité de l'emploi, seule la rémunération du risque semble concevable et les salariés deviennent des créanciers résiduels comme les actionnaires. De plus, les actionnaires peuvent diversifier le risque en redéployant leurs actifs mais les employés ne le peuvent pas car leur capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Les salariés assurent une partie des risques résiduels et il est juste qu'ils perçoivent une partie des bénéfices résiduels et exercent un certain contrôle.

Les partenaires commerciaux de la firme prennent aussi des risques techniques liés à la spécificité, à la durée de vie du produit, à la technologie du process ou du produit et des risques commerciaux. Dans la mesure où certains risques persistent, seule la rémunération du risque semble concevable et les partenaires commerciaux deviennent des créanciers résiduels comme les actionnaires. L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise (Blair, 1996).

La firme ne peut pas identifier les mécanismes de création de valeur en se focalisant sur les seuls actionnaires et sur les modalités des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants (Charreaux, 1998). La valeur actionnariale semble incompatible avec la représentation contractuelle, selon laquelle la firme est un nœud de contrats entre différents partenaires. La firme n'est plus caractérisée par un contrat entre le dirigeant et les actionnaires mais par une série de contrats reliant plusieurs acteurs économiques. L'objectif de création de valeur à long terme persiste ; il ne s'agit toutefois plus de maximiser la création de valeur pour les seuls actionnaires, mais pour toutes les parties prenantes. L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la valeur partenariale et de son partage. On assiste à la revanche de *stakeholders* sur les *shareholders* ainsi qu'à un basculement de la vision financière vers la vision humaine. La vision réductrice de la performance (purement financière) caractérisant le modèle de création de valeur actionnariale, nous conduit à présenter le modèle de création de valeur partenariale qui se fonde sur le courant disciplinaire partenarial et sur la théorie des parties prenantes.

### **Conclusion de la section 4**

L'objectif de cette section était de montrer les limites de la gouvernance actionnariale. En effet, la multiplication des scandales financiers a accentué la contestation de cette vision. La maximisation de la valeur actionnariale est contestée par plusieurs auteurs. Pour Garvey et Swan (1994), les droits de propriétés ne sont pas parfaitement définis. Les actionnaires ne sont pas le seul groupe digne de considération. Charreaux (1997a) considère que l'identification des propriétaires devient complexe, les actionnaires des sociétés cotées ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels. Les actionnaires ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété. Hirigoyen (1997) propose le passage d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat.

Cette section nous a également permis d'expliquer comment de la gouvernance actionnariale, fondée sur une relation unilatérale entre dirigeants et actionnaires où les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels et dont l'objectif est la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, nous passons à une gouvernance de partenariat où la firme est un nœud de contrats entre les différentes parties prenantes. Toutes ces parties sont affectées par le risque et l'objectif est la maximisation de la valeur globale de la firme (Blair, 1996).

Les modalités de gouvernance partenariale vont être exposées plus en détails par la suite.

## CONCLUSION DU CHAPITRE 1

---

Notre objectif dans ce chapitre était de poser les fondements théoriques du mode de gouvernance qui a consacré la valeur actionnariale comme modèle dominant ; et de présenter ses limites.

Le concept de « corporate governance » a émergé à propos des conséquences de la séparation des fonctions de propriété du capital et de prise de décision (Berle et Means, 1932). La conception traditionnelle de la gouvernance actionnariale repose sur un schéma simplifié du fonctionnement de la firme, qui trouve ses racines notamment dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). La firme n'est qu'un nœud de contrats au centre duquel se trouve un contrat particulièrement important, la relation actionnaires/dirigeant, source de conflits d'agence dès lors que le capital est dispersé, laissant davantage de latitude aux dirigeants (Gianfaldoni et al., 2008). Ces derniers sont exposés à la tentation d'appropriation d'une partie de la valeur créée. Mais un dirigeant, avec ses compétences et ses caractéristiques personnelles, peut créer de la valeur pour les actionnaires.

Après la main visible des managers (Chandler, 1997), il y a eu une montée en puissance des investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension, et par conséquent un retour des actionnaires. Ce retour est caractérisé par un renforcement des mécanismes de gouvernance. L'actionnaire a le statut de seul créancier résiduel, qui a de ce fait vocation à exercer le contrôle et à détenir un droit sur les flux résiduels. Dans ce cadre, l'enjeu des mécanismes de gouvernance est d'inciter les dirigeants à mettre en œuvre une gestion qui maximisera la rente créée, sachant qu'il n'y a pas de conflit sur la répartition de la valeur. Cette absence de conflit justifie l'assimilation entre la valeur créée et la rente perçue par l'actionnaire.

Plusieurs auteurs contestent la vision actionnariale. La reconnaissance du rôle des parties prenantes, et en particulier des salariés, a conduit à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui pris par les actionnaires. Ces derniers peuvent diversifier le risque en redéployant leurs actifs, mais les employés ne le peuvent pas car leur capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. La multiplication des scandales financiers a accentué la contestation de cette vision. On passe d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de

partenariat (Hirigoyen, 1997). Toutes les parties prenantes sont affectées par le risque et l'objectif est la maximisation de la rente organisationnelle de la firme. Ce passage conduit à s'interroger sur le partage de la rente. La valeur partenariale va soulever la question de son appropriation par les différents partenaires. Le chapitre suivant vise par conséquent à fournir le cadre théorique du modèle de création de valeur partenariale fondé sur le courant disciplinaire partenarial et sur la théorie des parties prenantes. Dans la logique de cette approche, l'intérêt des actionnaires ne doit pas être défendu au point d'occulter les intérêts des autres partenaires de l'entreprise (Stout, 2007).



---

## **CHAPITRE 2 : PARTIES PRENANTES ET CRÉATION DE VALEUR-GOUVERNANCE PARTENARIALE**

---

### **INTRODUCTION DU CHAPITRE 2**

La conception actionnariale est peu adaptée à une analyse de la création de valeur reposant sur la vision contractuelle de la firme, qui met cette dernière en relation avec ses différents partenaires sous la forme d'un jeu coopératif. Le modèle disciplinaire partenarial trouve son origine dans la représentation de la firme comme équipe de facteurs de production dont les synergies sont à l'origine de la rente organisationnelle. Les apporteurs de facteurs de production, autres que les actionnaires, ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel. Zingales (1998) précise que la gouvernance n'influe sur la création de la rente qu'à travers la répartition de cette rente. La formation de la valeur dans le modèle partenarial se résume, pour l'essentiel, à la résolution des conflits d'intérêts en agissant sur la répartition. Dans la démarche proposée par Brandenburger et Stuart (1996), qui s'inscrit dans le courant contractualiste, l'entreprise est représentée comme le centre d'un jeu coopératif qu'elle organise pour s'approprier le maximum de la valeur créée. Cette représentation suppose que cette valeur créée soit répartie entre les différentes parties prenantes.

L'objectif de ce chapitre est d'exposer le modèle de gouvernance partenariale et de construire un cadre d'analyse sur le rôle des mécanismes de gouvernance dans la création et l'appropriation de la rente organisationnelle. Ce chapitre est composé de quatre sections. La compréhension des parties prenantes requiert au préalable une description du cadre de la Théorie des Parties Prenantes (TPP). La première section vise donc à présenter les origines et définitions des parties prenantes ainsi que la relation entre la TPP et l'objectif de la firme (section 1). L'objectif de la seconde section consiste, d'une part, à expliquer le concept et le modèle de la valeur partenariale et, d'autre part, à construire un modèle de gouvernance partenariale (section 2). A notre connaissance aucune recherche ne s'est intéressée à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale. L'objectif de la troisième section est de construire un cadre d'analyse de l'appropriation de la valeur partenariale (section 3). Ainsi, après avoir expliqué comment la qualité de la gouvernance affecte l'appropriation de la rente par les parties prenantes explicites, nous formulons nos hypothèses de recherche (section 4).

## **SECTION1 : LES APPORTS DE LA THÉORIE DES PARTIES PRENANTES**

---

La Théorie des Parties Prenantes (TPP) part du principe que l'entreprise ne devrait pas uniquement être attentive à ses actionnaires mais à l'ensemble des acteurs avec lesquels elle est en relation. Elle se veut une théorie managériale et une théorie normative en éthique organisationnelle, ce qui conduit souvent à une combinaison de ces deux dimensions. L'objectif principal de la TPP est d'élargir le rôle et les responsabilités des dirigeants : au-delà de la maximisation du profit, il faut inclure les intérêts et les droits des "non actionnaires". Pour mieux comprendre cette théorie, nous présentons les origines et les définitions des parties prenantes (§1) et ensuite les différentes dimensions de la TPP (§2).

### **1. Origines et définitions des parties prenantes**

Une théorie des parties prenantes implique une justification théorique d'existence de ces parties prenantes. La légitimité et le pouvoir constituent les deux justifications principales de la pertinence de la TPP ou *Stakeholder theory* (Andriof et Waddock, 2002, p.30-33). Suchman (1995) définit la légitimité « *comme une perception généralisée ou une supposition selon laquelle les actions d'une entité sont désirables, propres ou appropriées et ce, à l'intérieur d'un système social de normes, de valeurs, de croyances et de définitions* ». Evan et Freeman (1988) considèrent les acteurs qui ont un enjeu dans la firme ou un droit sur elle comme disposant d'une certaine légitimité. Langtry (1994) attribue une légitimité à ceux dont le bien être dépend significativement de la firme, ou qui détiennent un droit légal ou moral sur la firme. A la lumière de ces travaux, la légitimité n'est pas un attribut exclusif des actionnaires (Garfatta, 2010). Pour la reconnaissance en légitimité, la TPP est ancrée dans une vision néo-institutionnelle qui cherche à comprendre les firmes, au-delà de leur comportement maximisateur de profit. Dans cette vision, le concept de partie prenante trouve un large éventail de justifications et de fondements parce que les travaux néo-institutionnalistes mettent en avant la nécessité pour une entité organisationnelle de se plier aux pressions normatives externes (Gond et Mercier, 2005, p.4).

La deuxième justification, le pouvoir, s'inscrit dans une logique stratégique puisqu'il s'agit de justifier l'existence des parties prenantes par l'existence de relations de pouvoir et donc d'une interdépendance entre l'entreprise et les différents groupes qui composent son environnement

et avec lesquels elle interagit (Andriof et Waddock, 2002). Plusieurs auteurs ont essayé de placer le pouvoir au sein de l'organisation. Dans ce cadre, Savage et al. (1991) définit les acteurs comme étant ceux qui « ont un intérêt dans les actions d'une organisation et la capacité de l'influencer ». Starik (1994) met en évidence le pouvoir à travers ce potentiel d'influence mutuel entre certaines parties prenantes et l'organisation. Les auteurs de la TPP utilisent un certain nombre de concepts empruntés à la théorie néo-institutionnelle tels que le « nœud de contrats » (Jones, 1995), la théorie des coûts de transaction (Donaldson et Preston, 1995) ou encore la théorie de l'agence (Hill et Jones, 1992 ; Miller-Millesen et Judith, 2003). Le terme *stakeholder* traduit le plus souvent par « partie prenante », a été selon Freeman (1984, p.31) employé pour la première fois en 1963 lors d'une communication au sein du *Stanford Research Institute*. La TPP cherche à se substituer à la vision traditionnelle de l'entreprise qui postule que les dirigeants ont l'obligation d'agir selon les intérêts de leurs seuls actionnaires, et à montrer que la responsabilité de l'entreprise est de répondre à l'attente de chaque partie. D'après Ansoff (1968, p.35) : « L'entreprise doit ajuster ses objectifs de manière à donner à chaque groupe une part équitable de satisfaction ». Il semble qu'il soit le premier à se référer à la TPP. Il considère que la responsabilité de l'entreprise est de concilier les intérêts contradictoires des groupes qui sont en relation directe avec elle : dirigeants, actionnaires, salariés, fournisseurs, etc.

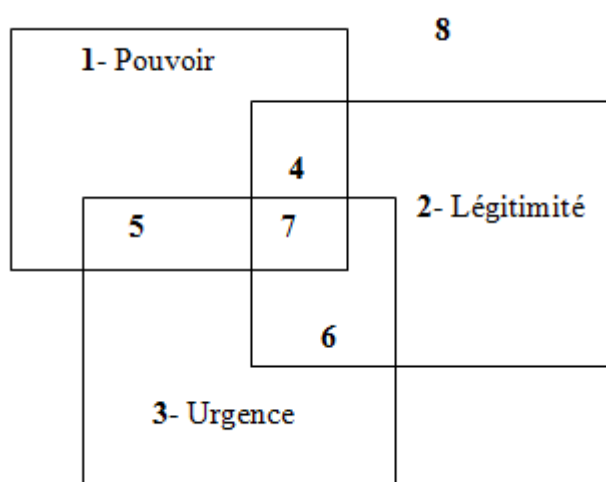
Les définitions d'une partie prenante varient selon les auteurs. Dans la vision la plus restreinte, le concept de partie prenante désignait les groupes indispensables à la survie de l'entreprise. La *Stanford Research Institute* (1963) donne la définition suivante : « *Tout groupe identifiable dont l'organisation dépend pour sa survie à long terme* ». Dans la vision la plus large, proposée par Freeman (1984, p.46) « *une partie prenante est un individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* ». Selon Charreaux et Desbrières (1998, p.58) « *C'est un agent dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ». Quant à Clarkson (1995, p. 92-117), il considère que l'on ne peut parler d'intérêt sans introduire la notion de risque. Selon cette approche, l'organisation et la production de richesse nécessitent l'implication de différentes parties prenantes. Toutes peuvent subir le risque économique qu'elles prennent dans l'entreprise. La question est alors d'identifier et de classer les différentes parties prenantes. Il existe plusieurs classifications.

Pour Clarkson (1995), il y a deux groupes de parties prenantes : les parties prenantes primaires et secondaires. Carroll et Näsi (1997, p. 92-117) opposent les parties prenantes internes (propriétaires, dirigeants, employés) aux parties prenantes externes (concurrents,

consommateurs, Etat, etc.). Charreaux et Desbrières (1998) distinguent les parties prenantes volontaires, qui prennent un risque en investissant, et les parties prenantes involontaires, qui s'exposent aux conséquences provoquées par les activités de l'entreprise.

Mitchell, Agle et Wood (1997), pour identifier les parties prenantes, ajoutent un troisième attribut à la légitimité et au pouvoir, à savoir l'urgence, qu'ils définissent comme étant « (...) le degré pour lequel les droits des parties prenantes nécessitent une attention immédiate ». A partir de ces trois attributs, légitimité, pouvoir et urgence, Mitchell et al. (1997) ont établi un classement qualitatif des parties prenantes, sur la figure suivante.

**Figure 7 : Position relative des différentes parties prenantes au sein de la firme**



**Source :** Mitchell, Agle et Wood, (1997)

D'après ce schéma, la zone (8) correspond aux acteurs qui n'ont aucun attribut. Ces derniers ne sont pas considérés comme des parties prenantes. Les acteurs des zones (1), (2) et (3) ne disposent que d'un seul attribut, à savoir la légitimité, le pouvoir ou l'urgence. Ces parties prenantes revêtent peu ou pas d'importance aux yeux des managers. Les membres de la zone (4) disposent à la fois de la légitimité et du pouvoir, ce sont des parties prenantes dominantes et relèvent une grande importance pour la firme, quoique leurs revendications ne présentent pas de caractère urgent pour les managers. C'est le cas notamment des actionnaires dominants et des créanciers importants. Quant à la zone (5), les parties prenantes revêtent le pouvoir et l'urgence mais pas la légitimité. Les managers peuvent être assimilés à ce type de parties prenantes. En effet, un dirigeant opportuniste va abuser de son pouvoir pour imposer des décisions aux parties prenantes qui présentent une certaine légitimité. Contrairement aux parties prenantes de la zone (4), celles de la zone (6) sont des parties prenantes dominées et dépendantes étant donné qu'elles sont dépourvues de pouvoir au sein de la firme, elles

revêtent uniquement la légitimité et l'urgence. Les actionnaires minoritaires, en l'absence d'associations de défense, et les salariés, en l'absence de syndicats puissants, peuvent être assimilés à ce type de parties prenantes. Enfin, la catégorie représentée par la zone (7) fait le cumul de la légitimité, de l'urgence et du pouvoir. Ces parties prenantes appartiennent certainement à des coalitions dominantes au sein de la firme. De plus, leurs revendications revêtent un caractère urgent aux yeux des dirigeants.

Fiore, Grand et Suzanne (2008) proposent une identification des parties prenantes selon la reconnaissance explicite et implicite. La classification tient à la reconnaissance par la firme de la relation qui existe entre elle et la partie prenante. La reconnaissance explicite correspond à une contractualisation récurrente des relations. Les dynamiques relationnelles sont contractualisées. La reconnaissance tacite correspond à l'ensemble des relations non formalisées. Le déni de reconnaissance correspond au cas où il n'existe aucune forme de lien relationnel. Ces auteurs ont mis en place une matrice des niveaux de reconnaissance (tableau suivant).

**Tableau 1 : Matrice des niveaux de reconnaissance**

Reconnaissance		Partie prenante		
Entreprise		<i>Explicite</i>	<i>Tacite</i>	<i>Déni</i>
	<i>Explicite</i>	PPE	NA	NA
	<i>Tacite</i>	NA	PPI	PPI
	<i>Déni</i>	NA	PPI	PNP

Source: Fiore, Grand et Suzanne ( 2008, p.9)

<b>PPE</b> : Partie prenante explicite	<b>PPI</b> : Partie prenante implicite
<b>PNP</b> : Partie non prenante	<b>NA</b> : Non applicable

La TPP se heurte donc à une difficulté qui consiste à savoir "qui" doit être considéré comme partie prenante. Ici, nous allons chercher juste à "explorer" les pratiques pour illustrer diverses manières d'appréhender les parties prenantes.

Les rapports annuels des entreprises françaises cotées prévoient une prise en compte des parties prenantes. En effet, par l'article 225 de la nouvelle loi issue du Grenelle II de l'environnement du 12 juillet 2010, les entreprises cotées doivent désormais faire apparaître dans leurs rapports annuels les conséquences sociales et environnementales de leurs activités, mais aussi les engagements pris envers leurs parties prenantes. Comment ces entreprises vont-elles identifier les parties prenantes ? Cartographier ses parties prenantes, c'est identifier les attentes et le pouvoir de chaque acteur, ce qui permet d'établir des priorités stratégiques. Dans

la pratique, la présentation des parties prenantes peut s'établir de plusieurs façons. Nous présentons quelques exemples.

**Danone** a choisi de cartographier ses parties prenantes en quatre grandes sphères : la sphère sociale (salariés, consommateurs et associations de consommateurs), la sphère publique (pouvoirs publics, associations et ONG, médias), la sphère économique (actionnaires, communauté financière, distributeurs) et la sphère industrielle et scientifique (organisations professionnelles) ;

**Groupe Lagardère** a fait le choix d'une typologie croisée ; d'une part, en faisant la distinction entre parties prenantes internes et externes, et d'autre part, en répartissant ces parties prenantes entre les quatre sphères sociale, publique, économique et industrielle (Rapport développement durable Lagardère, 2009, p. 18) ;

**Carrefour** a adopté la distinction entre les parties prenantes directes - clients, collaborateurs, actionnaires, fournisseurs, prestataires de service, franchises, collectivités, pouvoirs publics-, et les parties prenantes indirectes - organisations professionnelles, médias, ONG/associations, communautés financières (Rapport expert DD Carrefour 2009, p.35).

D'après les rapports de quatre entreprises du CAC 40 (Carrefour, France Télécom Orange, Michelin et Scheider Electric), la valeur obtenue des clients (CAHT) est répartie entre les parties prenantes comme suit (tableau 2).

**Tableau 2 : Répartition de la valeur client pour quatre entreprises du CAC 40 (en M€)**

Entreprises Valeur	Carrefour (1)		France Télécom Orange (2)		Michelin (3)		Schneider Electric (4)	
Valeur obtenue des clients (CAHT)	85 963		45 944		14 807		18 311	
Valeur répartie	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
<i>Fournisseurs</i>	73 770	85,80	19 170	41,70	8 713	58,80	10 104	55,20
<i>Salariés</i>	8319	9,70	8 525	18,60	4 515	30,50	4 931	26,90
<i>Actionnaires</i>	901	1,00	3 752	8,20	145	1,00	832	4,54
<i>Créanciers financiers</i>	727	0,90	2 160	4,70	252	1,70	213	1,20
<i>Firme</i>	973	1,10	6 749	14,70	903	6,10	1 668	9,10
Etat et collectivités	1 273	1,50	2 272	4,90	270	1,80	555	3,03
Mécénat			6	0,01			8	0,04
Implication dans la vie locale					9	0,10		
Autres (5)			3 310	7,20				
Totaux	85 963	100,00	45 944	100,00	14 807	100,00	18 311	100,00

**Sources :** Nous avons construit ce tableau d'après :

(1) Rapport expert DD Carrefour 2009, p.36	(2) Rapport RSE France Télécom Orange, 2009, p.102
(3) Rapport d'activité et DD Michelin 2009, p.109	(4) Rapport d'activité et DD Schneider Electric 2008- 2009, p.33
(5) Correspond à un reliquat non expliqué	

L'examen de ces quatre entreprises montre qu'elles ont les mêmes parties prenantes à quelques différences près au niveau des libellés. Nous trouvons les clients, les fournisseurs, les salariés, les actionnaires, les créanciers financiers et l'Etat/collectivités.

Après l'exploration des pratiques et le tour d'horizon théorique, nous considérons comme partie prenante la classification de Fiore, Grand et Suzanne (2008). Pour notre étude, nous retenons les parties prenantes explicites. Ce sont les acteurs avec lesquels la firme a une relation contractuelle explicite récurrente. Les parties prenantes explicites retenues dans notre étude sont les clients, les fournisseurs, les salariés, les actionnaires et les créanciers financiers<sup>6</sup>.

La TPP doit être replacée dans un contexte de relations multilatérales. Ces différentes classifications et définitions de parties prenantes laissent entendre des divergences

<sup>6</sup> L'Etat peut être pris comme partie prenante mais notre cadre d'analyse reposant sur le couple (rétribution, risque), nous ne pouvons pas le considérer comme une partie prenante au même titre que les autres. La rente perçue par l'Etat est en fait un quasi pourcentage (taux d'impôt \* bénéfice fiscal), donc une fonction directe de la rente actionnariale.

Le mécénat peut être aussi une PPE, il pourrait très bien y avoir une relation contractuelle régulière. Nous l'avons écarté par simplification.

importantes, selon les auteurs, dans les rapports que la TPP doit entretenir avec le management stratégique.

## **2. Les dimensions de la théorie des parties prenantes**

Donaldson et Preston (1995, p.74) recensent trois utilisations de la TPP : descriptive, instrumentale et normative. Pour la dimension descriptive, la TPP conduit à une description des relations entre l'organisation et son environnement. Elle cherche à exposer comment les intérêts des parties prenantes sont pris en compte, ce qui conduit à décrire la nature de la firme : de quelle manière les parties prenantes affectent-elles et/ou sont-elles affectées par les décisions organisationnelles ? Ainsi, l'entreprise est appréhendée comme une constellation d'intérêts coopératifs et compétitifs (Moore, 1999, p.117). Elle se présente comme une réponse à la complexité croissante des organisations modernes et aux interrogations concernant l'influence de ces organisations sur leur environnement et la société.

Dans la dimension instrumentale de la TPP, les parties prenantes non actionnaires sont considérées comme des facteurs permettant à l'entreprise de réaliser ses objectifs, et donc aux dirigeants de satisfaire à leurs obligations. L'objectif de cette approche est de fournir un outil d'aide aux dirigeants pour comprendre les parties prenantes et les diriger de façon stratégique. Dans cette dimension, l'unité d'analyse est le rôle du dirigeant. La TPP peut s'analyser comme étant un élargissement de la théorie d'agence. Cet élargissement conduit à prendre en compte les théories du pouvoir, de la rétribution, et les implications éthiques des relations avec les parties prenantes.

Depuis le premier ouvrage de Freeman (1984), il semble que la TPP comporte davantage de travaux centrés sur la dimension normative que sur la dimension instrumentale.

La dimension normative de la TPP est une vision alternative du management stratégique. Dans cette vision, chaque partie prenante mérite de la considération ; la maximisation du profit est contrainte par le besoin de justice. La reconnaissance de leurs intérêts implique selon Evan et Freeman (1988, p. 97) que les parties prenantes soient intégrées dans les systèmes de décisions organisationnelles. De ce fait, l'entreprise est un moyen pour satisfaire les fins des différentes parties prenantes (Freeman, 2000, p. 169-180). C'est une institution dont les objectifs sont plus larges que la seule maximisation du profit. La TPP normative s'appuie sur une autre réflexion, la théorie des contrats sociaux (*integrative social contracts theory*) formulée par Donaldson (1982), et Donaldson et Dunfee (1994). Cette théorie considère que l'entreprise a une obligation éthique de contribuer à l'augmentation du bien-



être de la société. Elle doit satisfaire les intérêts de ses employés et de ses consommateurs sans violer les principes de justice. Il convient alors de noter l'apport de Husted (1998) qui s'appuie sur des travaux de la justice organisationnelle (notamment Greenberg, 1990) pour justifier la dimension normative de la TPP. Dans une approche socio-économique, Etzioni (1998, p. 679-691) justifie la prise en compte des intérêts de tous ceux qui investissent dans l'entreprise ; ils doivent tous, comme les actionnaires, participer aux décisions qui risquent d'affecter potentiellement leurs retours sur investissement.

Donaldson et Preston (1995, p.67) font remarquer que le point commun aux approches centrées sur les parties prenantes réside dans leur caractère managérial. La TPP nécessite de la part des dirigeants de prendre en considération les intérêts des parties prenantes qui peuvent influencer la performance organisationnelle. Ils précisent que les dimensions descriptive, instrumentale et normative peuvent se recouper mais que le cœur de la TPP est normatif. Cette vision semble être partagée par Carroll et Buchholtz (2000, p.72), pour qui la TPP ne doit pas uniquement se préoccuper de rechercher la meilleure façon de diriger mais doit également promouvoir un mode de management éthique. Enfin, Jones et Wicks (1999) plaident pour un rapprochement entre les branches instrumentale et normative de la TPP. Dans notre étude, nous retenons la dimension instrumentale de la TPP parce qu'elle s'analyse comme étant un élargissement de la théorie de l'agence.

### **Conclusion de la section 1**

Le but de cette section était de présenter le cadre théorique des parties prenantes. L'objectif principal de la TPP est d'élargir le rôle et les responsabilités des dirigeants au-delà de la maximisation de la valeur pour les actionnaires ; il faut alors inclure les intérêts et les droits des "non actionnaires".

Le terme "partie prenante", traduction de *stakeholder*, a été selon Freeman (1984, p.31) employé pour la première fois en 1963 lors d'une communication au sein du *Stanford Research Institute*. Les définitions d'une partie prenante varient selon les auteurs ; pour Charreaux et Desbrières (1998, p.58) : « *C'est un agent dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ».

Cette section nous a également permis de classer les parties prenantes. Après l'exploration des pratiques et le tour d'horizon théorique, nous considérons comme partie prenante la classification de Fiore, Grand et Suzanne (2008). Nous retenons, pour notre étude, les parties prenantes explicites : ce sont les acteurs avec lesquels la firme a une relation contractuelle explicite récurrente. Les parties prenantes explicites retenues dans notre étude sont les clients, les fournisseurs, les salariés, les actionnaires et les créanciers financiers.

Après la présentation des trois dimensions de la TPP, le positionnement retenu est celui de la dimension instrumentale parce qu'elle s'analyse comme étant un élargissement de la théorie de l'agence.

La section suivante vise à expliquer, dans ce cadre théorique, les spécificités du modèle de gouvernance partenariale.

## **SECTION2 : CRÉATION DE VALEUR ET GOUVERNANCE PARTENARIALE**

---

La TPP consiste à tenir compte des intérêts de chaque partie prenante. La relation d'agence actionnaire-dirigeant va ainsi s'élargir aux autres parties prenantes. De la vision actionnariale nous passons à une vision plurale, partenariale. Dans ce mode de gouvernance partenariale, l'entreprise moderne ne peut pas être réduite à une relation entre le dirigeant et les actionnaires. Elle ne peut pas identifier les mécanismes de création de valeur en se focalisant sur les seuls actionnaires et sur les modalités des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants (Charreaux, 1998, p. 57-88).

Nous présentons le modèle de gouvernance partenariale (§1), ainsi que les fondements conceptuels de la valeur partenariale (§2).

### **1. Modèle de gouvernance partenariale**

La firme est représentée comme une équipe de production, au sein de laquelle la création de valeur, rente organisationnelle, est due aux synergies entre les différents facteurs de production. Le statut de créancier résiduel unique est contesté d'où l'interrogation sur le partage de la rente organisationnelle. Les autres facteurs de production ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel (Charreaux, 2002). Cette vision trouve son origine dans la théorie des contrats incomplets : la propriété se définit tant par les droits de décision résiduels que par l'appropriation des gains résiduels. Il est ainsi possible d'étendre le statut de propriétaire à l'ensemble des participants au nœud de contrats productifs.

Les relations entre la firme et les différentes parties prenantes ne sont pas simplement marchandes ; elles sont construites de façon à créer de la valeur partenariale, que l'on peut définir comme la différence entre la somme des revenus évalués aux prix d'opportunité et celle des coûts d'opportunité des différents facteurs de production (Charreaux et Desbrières, 1998).

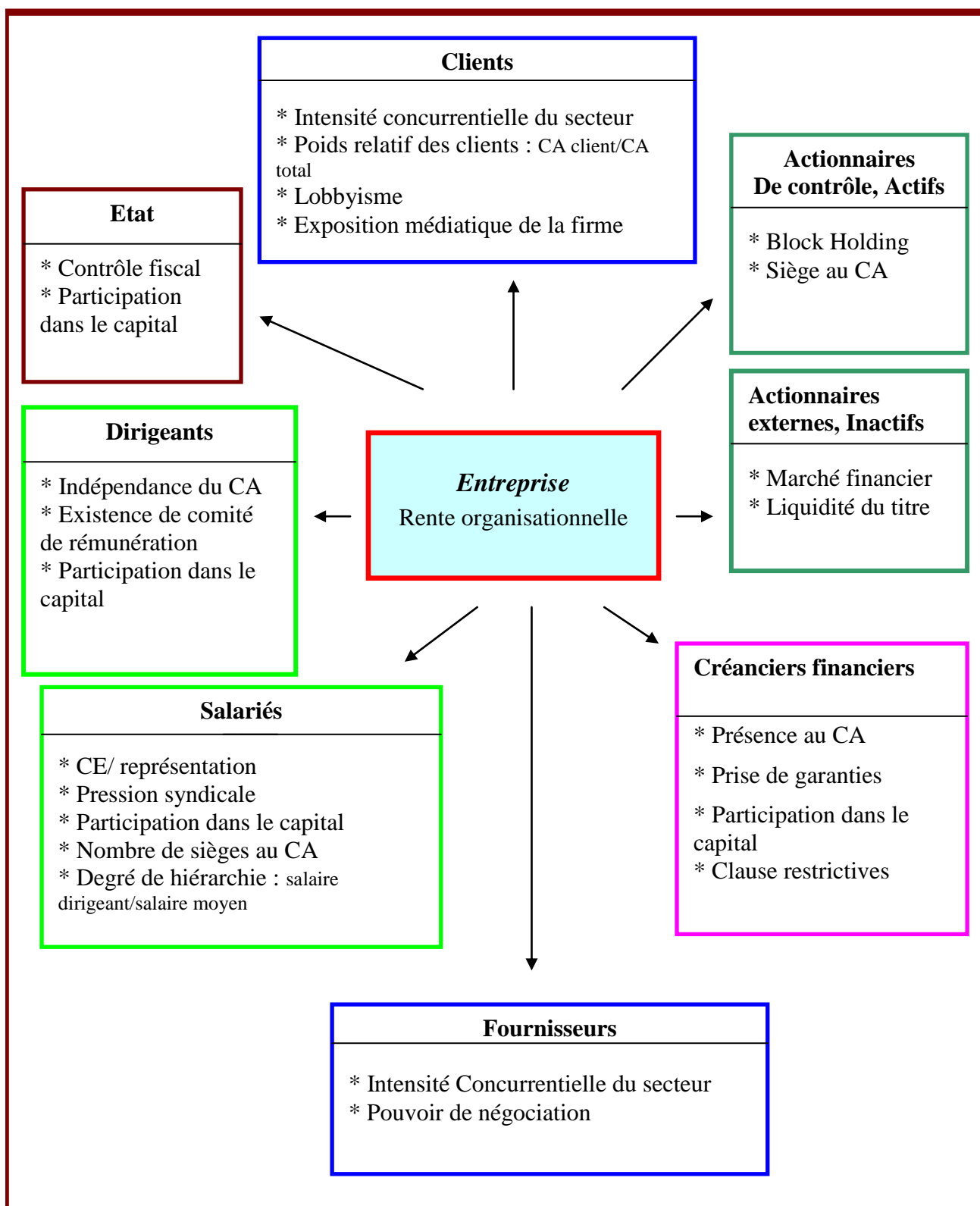
A la conception d'une gouvernance centrée sur l'actionnaire et sa relation avec le dirigeant, répond alors celle d'une gouvernance paraissant plus complexe, laissant moins de place aux mécanismes régulateurs de marché mais davantage aux mécanismes institutionnels, conférant

une place plus importante aux multiples relations liant les différentes parties prenantes. Les marchés boursiers ont un rôle de second plan en raison du rôle traditionnel des banques dans le financement et le contrôle des entreprises. Ce mode partenarial est fondé sur une logique interne orientée réseaux ; il valorise la création de valeur pour l'ensemble des partenaires (*stakeholders*) : clients, fournisseurs, salariés, actionnaires, etc. La satisfaction des objectifs des parties prenantes favorise l'amélioration de la performance financière (Freeman, 1984). Les entreprises qui réussissent à avoir de bonnes relations avec les parties prenantes, bénéficieront de flux de ressources plus importants et seront plus aptes à créer de la valeur que celles qui maintiennent de mauvaises relations (Jones, 2001). La performance est mesurée au regard de l'ensemble des partenaires. Ce type de gouvernance favorise le développement de capital financier et de capital humain (savoir-faire, compétences, innovation). Il se caractérise par la concentration du capital (implication de la puissance publique, existence de noyaux durs d'actionnaires, faible recours aux marchés financiers, existence de participations croisées), ainsi que par une capitalisation boursière restreinte et un droit du travail développé (Charreaux, 2007).

Nous avons fait une tentative de recensement des leviers d'influence pour les différentes parties prenantes. Dans le modèle partenarial, la firme est un nœud de contrats. La relation contractuelle implique un double risque pour chaque partie prenante : (1) risque informationnel et (2) risque d'agence proprement dit. La "gestion" de ces risques passe par des leviers d'influence. Pour les salariés, par exemple, la participation au capital et/ou la représentation aux instances de gouvernance seraient des leviers d'influence.

Notre tentative de recensement des leviers d'influence, dans le modèle partenarial, est présentée de la façon suivante.

**Figure 8: Mode de gouvernance partenariale-leviers de pouvoirs et d'influence**



(1) CA : Conseil d'Administration

Dans ce mode de gouvernance, nous parlons de valeur partenariale, de rente organisationnelle, mais quels en sont les fondements conceptuels ?

## **2. Concept et modèle de la valeur partenariale**

Le modèle disciplinaire partenarial trouve son origine dans la représentation de la firme comme équipe de facteurs de production dont les synergies sont à l'origine de la rente organisationnelle. La formation de la valeur dans le modèle partenarial se résume, pour l'essentiel, à la résolution des conflits d'intérêts portant sur la répartition de cette valeur. L'interrogation sur l'origine de la rente conduit à mettre en avant, outre le capital managérial, celui associé aux compétences spécifiques des salariés (Blair, 1995, 1999). Si la spécificité de ce capital est à l'origine de la rente, elle le rend également vulnérable aux tentatives d'expropriation. La relation entre la firme et les différentes parties prenantes ne sont pas simplement marchandes mais elles sont construites de façon à créer de la valeur partenariale. D'après Brandenburger et Stuart (1996, P.8), la valeur créée est la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur (Porter, 1985) constituée par les différents partenaires. La considération de l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur conduit Charreaux et Desbrières (1998) à dénommer cette rente "valeur partenariale" par opposition à la rente revenant aux seuls actionnaires, qui constitue la valeur actionnariale. Dans ce modèle, les modalités de rétribution et l'assomption des risques vont jouer un rôle déterminant dans l'appropriation. Contrairement au cadre de valeur actionnariale où l'intégralité du résidu revient aux actionnaires, la valeur partenariale va soulever la question de son appropriation par les différents partenaires. Le risque supporté par chaque partie prenante à travers sa relation contractuelle ainsi que l'influence et le pouvoir de chacune vont jouer un rôle déterminant dans l'appropriation.

## **Conclusion de la section 2**

L'objectif de cette section était d'expliquer les apports du mode de gouvernance partenariale. La relation unilatérale actionnaire-dirigeant va s'élargir aux autres parties prenantes. La propriété se définit tant par les droits de décision résiduels que par l'appropriation des gains résiduels. Ce mode partenarial est basé sur une logique interne orientée réseaux, il valorise la création de valeur pour l'ensemble des partenaires.

Cette section nous a également permis de définir la valeur partenariale. D'après Brandenburger et Stuart (1996, P.8), la valeur créée est la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur (Porter, 1985) constituée par les différents partenaires. La considération de l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur conduit Charreaux et Desbrières à dénommer cette rente « valeur partenariale » par opposition à la rente revenant aux seuls actionnaires, qui constitue la valeur actionnariale. En France, Charreaux et Desbrières (1998) ont notamment contribué à diffuser ce concept, ils l'ont défini comme la différence entre la somme des prestations (ou ventes) évaluées à leur prix d'opportunité et la somme des coûts des facteurs de production évalués à leur coût d'opportunité.

La section suivante va soulever le problème de l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites et le rôle que peuvent jouer les mécanismes de gouvernance pour atténuer les conflits d'intérêts.

### **SECTION3 : MÉCANISMES DE GOUVERNANCE ET APPROPRIATION DE LA VALEUR PARTENARIALE**

---

Le statut de créancier résiduel unique est contesté d'où l'interrogation sur le partage de la rente organisationnelle. Les autres facteurs de production ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel (Charreaux, 2002). Mais pour faire face aux divergences d'intérêts, la théorie de l'agence indique que l'instauration de mécanismes de gouvernance permet de stabiliser les relations et de minimiser les coûts d'agence. Dans une perspective disciplinaire et contractuelle, les mécanismes de gouvernance interviennent pour réduire les coûts d'agence et contribuent ainsi à augmenter la création de richesse. Pour Krafft et al. (2010), la "bonne gouvernance" est l'ensemble des meilleures pratiques de contrôle des dirigeants par les investisseurs tendant à garantir efficacité et performance des firmes. Cette définition est trop orientée vers les investisseurs ; nous adoptons une posture plus large en désignant par gouvernance "efficace" l'ensemble des mécanismes réducteurs de risque/instigateurs de confiance pour la partie prenante et permettant de maintenir la viabilité de la coalition constituant la firme.

Une partie prenante contracte avec la firme selon une fonction d'utilité fondée sur le couple rémunération/risque. Les contrats qui régissent les relations d'agence doivent prévoir d'une part, les modalités de rétribution (partage de la rente) et, d'autre part, l'assumption des risques pour éviter ou diminuer les conflits d'intérêts.

D'une relation unilatérale actionnaires/dirigeants, nous passons à plusieurs relations entre la firme et les différentes parties prenantes explicites (§1). Ces parties ne seront incitées à contracter avec la firme que lorsqu'elles perçoivent une partie de la rente. La valeur partenariale engendrée par ces relations contractuelles va alors soulever le problème de son appropriation (§2).



### **1. La déclinaison des relations d'agence entre la firme et les parties prenantes explicites**

Jensen et Meckling (1976) définissent la relation d'agence « comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne(s) a recours aux services d'une autre en vue d'accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent (...) »<sup>7</sup>.

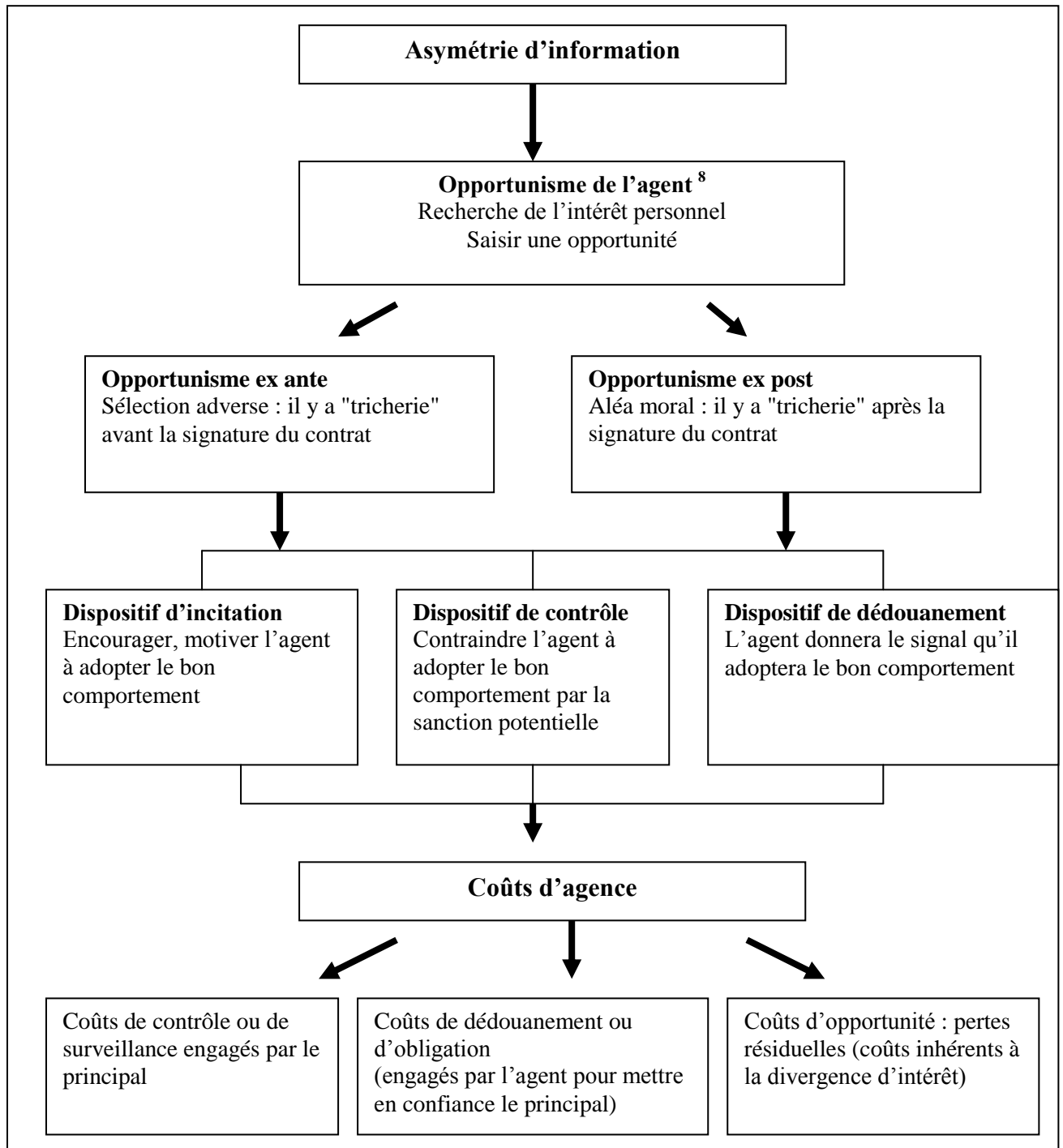
La théorie de l'agence s'intéresse à la mise au point des contrats bilatéraux destinés à résoudre les problèmes de coordination (modalités de partage des profits, risque moral, anti-sélection, partage de risque...) se posant entre le principal et l'agent lorsque ce dernier a le loisir de choisir un comportement parmi plusieurs possibilités. L'action de l'agent affecte le bien-être des deux parties, et les actions entreprises par l'agent sont difficilement observables par le principal. Nous pouvons parler de relation d'agence lorsque les intérêts des deux parties peuvent diverger, que l'information est imparfaite (asymétrie d'information) et le contrat incomplet (pas de contrôle des actions sans coût), alors que peuvent survenir des problèmes de risque moral et de sélection adverse.

La présence d'asymétrie d'information entre le principal et l'agent est le fondement de la théorie de l'agence. Nous pouvons présenter sa logique de la façon suivante.

---

<sup>7</sup> Dans Charreaux (1999, P.75)

**Figure 9: Logique de la théorie d'agence**



<sup>8</sup> « L'opportunisme fait référence à la recherche de l'intérêt personnel, à tout effort calculé pour tromper, désinformer, déguiser, omettre, choquer ou induire en erreur un autre agent » (Joffre, 1999, P.152).

Les rapports entre les différentes catégories d'individus en relation avec la firme sont fréquemment sources de conflits. Cette asymétrie dans l'obtention et le partage de l'information permet, dans certains cas, d'augmenter la marge de liberté et le pouvoir d'un agent. L'appropriation de la valeur partenariale va générer des situations conflictuelles.

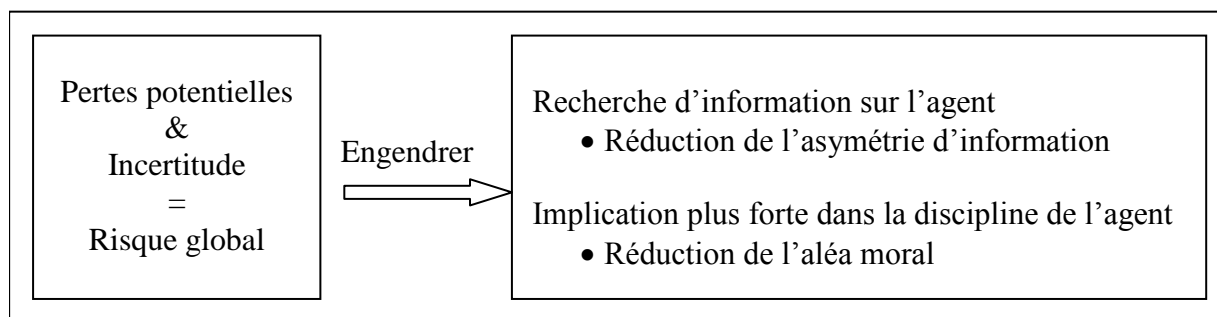
D'abord, nous allons montrer que le risque est une source d'implication (1.1). Ensuite, nous examinerons les relations d'agence impliquant la firme et ses parties prenantes explicites (1.2).

### **1.1. Le risque est une source d'implication**

Le risque consiste en la perception d'une incertitude relative aux conséquences négatives potentiellement associées à une alternative de choix (Volle, 1995, p.3). Le risque est donc la possibilité de subir des pertes. Le risque a deux composantes –pertes et incertitude- qui seront rapidement analysées.

Pour Cox et Rich (1997), les pertes potentielles comprennent les buts visés mais non atteints et la perte des moyens engagés. D'autres auteurs (Peter et Tarpey, 1975 ; Humphreys et Kenderline, 1984) s'intéressent au résultat net attendu, c'est-à-dire le solde entre les conséquences positives et négatives d'une décision. Nous retenons ici la notion de perte qui provient de la littérature en psychologie et caractérise la situation où un individu obtient un résultat inférieur à un point de référence (Kahneman et Tversky, 1979). Pour Yates et Stone (1992a), le point de référence peut être une référence sociale, une valeur cible à atteindre, le meilleur résultat possible. Quant à l'incertitude, elle peut porter sur de nombreuses étapes du processus d'évaluation des pertes attachées aux alternatives de choix (Yates et Stone, 1992b). L'incertitude affecte le processus de décision ; plus la situation est incertaine, plus la recherche d'information est active (Urbany, Dickson et Wilkie, 1989).

Le risque pris par une partie prenante peut être présenté de la façon suivante.

**Figure 10 : Conséquences du risque global sur le comportement des parties prenantes**

Cette décomposition du risque en deux composantes, pertes potentielles et incertitude, est avant tout heuristique. La question se pose par rapport au risque global (Volle, 1995, p.5). Ce risque global va engendrer une recherche d'information plus importante, une implication plus forte. Les comportements face au risque sont motivés par la sécurité ou le rendement. Par exemple, pour le client, le prix est une variable qui peut jouer dans les deux sens ; à un prix élevé est associé un risque financier, mais le prix est également un indicateur de qualité susceptible de réduire le risque (Zeithaml, 1988 ; Gijsbrechts, 1993).

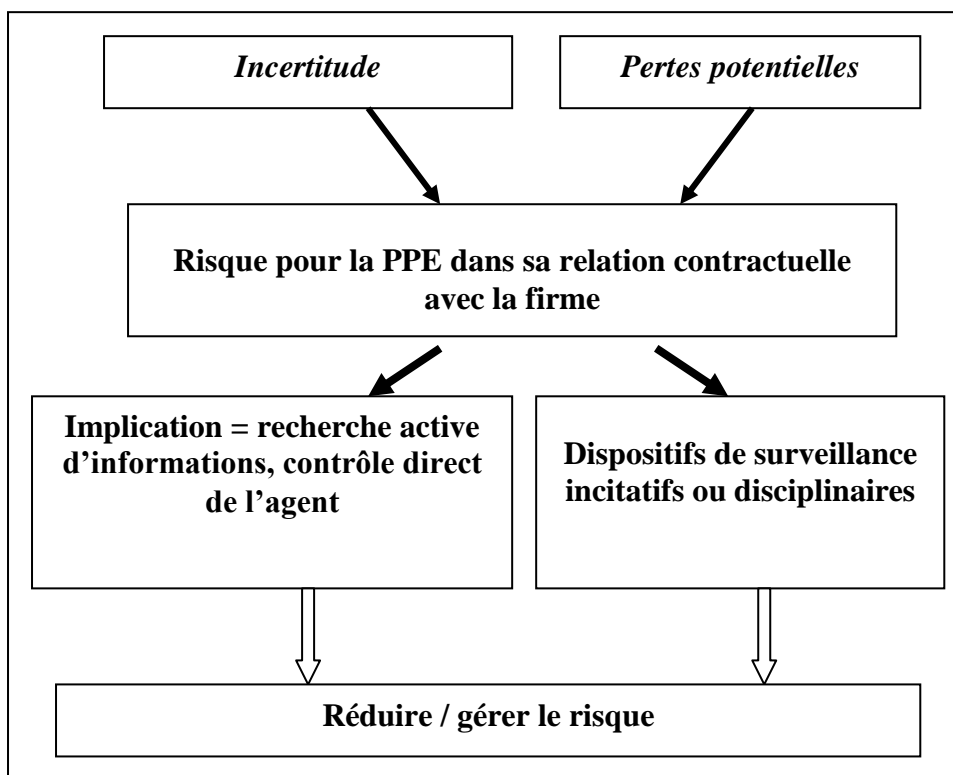
Le risque perçu détermine l'activité de recherche d'information, principale stratégie pour réduire ce risque à un niveau acceptable. Les parties prenantes peuvent également s'impliquer davantage pour réduire le risque d'agence, ou s'approprier une plus grande partie de la valeur partenariale. Le risque est donc retenu comme une source d'implication (Laurent et Kapferer, 1986). La contribution majeure de ces auteurs renforce le courant de littérature qui considère le risque perçu comme une source de l'implication (Chaffe et McLeod, 1973 ; Muncy et Hunt, 1984 ; McQuarrie et Munson, 1986). Cette implication peut être durable ou situationnelle (Venkatraman, 1989).

La relation contractuelle (d'agence) implique un double risque pour le principal. (1) Le risque informationnel résultant d'une absence d'information, ou d'une information biaisée sur l'agent (co-contractant). Ce risque va engendrer un problème de sélection adverse. (2) Le risque d'agence proprement dit qui correspond au risque d'un comportement déviant de l'agent. Ce risque va entraîner un problème d'aléa moral. La gestion de ces risques passe par des dispositifs de régulation ou par une implication accrue du principal, et ce à deux niveaux. Tout d'abord, elle peut s'effectuer grâce à une recherche "active" d'information, et/ou le recours à des mécanismes d'assurance de la qualité des informations fournies par l'agent (par exemple un auditeur). Ensuite, il peut y avoir une implication plus "active" dans le contrôle de l'agent, soit directement (par exemple actionnaire de contrôle), soit par des mécanismes disciplinaires de gouvernance (par exemple un conseil d'administration indépendant, des

comités de surveillance, etc.). Ces dispositifs de gouvernance peuvent être de nature incitative (par exemple politique de rémunération de l'agent), donc préventifs, ou purement disciplinaires par un contrôle ex post.

Nous pouvons résumer les sources de risques et ses conséquences de la façon suivante.

**Figure 11: Sources de risques et conséquences sur le comportement des parties prenantes**



Source : composée par nos soins

Les pertes potentielles et l'incertitude vont générer le risque. Ce dernier est source d'implication. Une recherche active d'information et des mécanismes de surveillance peuvent réduire et /ou gérer le risque. A partir de ce cadre d'analyse général, nous abordons plus en détails les risques et les conflits d'intérêts des différentes parties prenantes explicites, et la manière de les réduire.

## 1.2. Les relations d'agence entre la firme et les différentes parties prenantes explicites

Les modèles théoriques des droits de propriété et de l'agence fixent les bases de référence le plus souvent retenues et qui permettent une extension de l'analyse allant bien au-delà du simple conflit actionnaires/dirigeants (Charreaux, 1992, p.5). Le potentiel de ces théories pour

dépasser ce conflit apparaît de façon explicite dans les travaux fondateurs de Demsetz et Alchian (1972), de Jensen et Meckling (1976), de Fama (1980) ou de Fama et Jensen (1983 a et b), mais la relation actionnaires/dirigeants y reste fortement privilégiée. Les analyses de Williamson (1985, chapitre 12) et de Cornell et Shapiro (1987) élargissent le cadre d'analyse habituel. Williamson a appliqué la théorie des coûts de transaction pour examiner les relations entre la firme et l'ensemble de ses partenaires. La reconnaissance du rôle important des différentes parties prenantes, et en particulier des salariés, amène à une remise en cause de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. Dans la théorie élargie (ou généralisée) de Hill et Jones (1992), tous les partenaires sont explicitement pris en compte.

Dans notre cadre général d'analyse des relations d'agence, le principal est la partie prenante explicite et l'agent est la firme représentée par son dirigeant. Chaque partie prenante a des attentes distinctes vis-à-vis de la firme. Ces attentes définies par Clarke (1998) et recensées par Caby et Hirigoyen (2001) se résument de la façon suivante.

**Tableau 3 : Attentes spécifiques des différentes parties prenantes explicites**

Attentes des parties prenantes explicites				
Créanciers financiers	Actionnaires	Salariés	Clients	Fournisseurs
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Liquidité</li> <li>▪ Solvabilité</li> <li>▪ Valeur des garanties</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividende</li> <li>▪ Appréciation du cours boursier</li> <li>▪ Mise à leur disposition des rapports et comptes annuels</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rémunération</li> <li>▪ Sécurité de l'emploi</li> <li>▪ Formation</li> <li>▪ Information</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Qualité</li> <li>▪ Service</li> <li>▪ Sécurité</li> <li>▪ Rapport qualité/prix</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Etablissement d'une relation stable</li> <li>▪ Paiement dans les délais impartis (liquidité)</li> </ul>

Pour chacune des parties prenantes explicites, nous allons alors identifier les risques et les moyens pour les réduire.

### 1.2.1. La relation entre actionnaires minoritaires et la firme

Dans cette relation, l'actionnaire confie l'usus de son droit de propriété sur la firme à une personne plus compétente et mieux à même de la gérer que lui. Le dirigeant possèdera donc l'usus alors que l'actionnaire conservera l'abusus et le fructus du droit de propriété.

Mais le dirigeant ne gèrera pas forcément dans l'intérêt des actionnaires. L'objet du contrat sera, pour l'actionnaire, de s'assurer que le dirigeant qu'il a nommé, agira bien en fonction de ses intérêts. Deux types d'incertitudes pèsent sur le comportement des contractants. La

première est un problème de hasard moral où l'action du cocontractant diffère dans la réalité de celle qu'il s'est engagé à avoir lors de la signature du contrat ; la deuxième incertitude est un problème de sélection adverse qui apparaît lorsque certains éléments étaient cachés avant de signer. Les conflits d'intérêts actionnaires/dirigeant, qui résultent de la dissociation de la propriété et du pouvoir, entraînent la naissance de coûts d'agence qu'il va s'agir de minimiser. Dans ce cas, la relation d'agence concerne le principal (l'actionnaire) et son agent (le dirigeant), ce dernier s'étant engagé à servir les intérêts du premier. La seule possibilité de croire que le dirigeant puisse agir selon ses propres objectifs suffit à inquiéter l'actionnaire. Celui-ci devra mettre en place des mécanismes de surveillance et d'incitation pour s'assurer que le dirigeant gère bien conformément à ses intérêts. Ce sont des mécanismes de gouvernance disciplinaire destinés à instaurer une discipline managériale. Une "gouvernance efficace " est présumée réduire le risque pris par l'actionnaire minoritaire.

Concernant la relation actionnaire/dirigeant, les théoriciens de l'agence considèrent qu'il existe trois raisons principales expliquant que les divergences d'intérêts puissent apparaître (Jensen et Smith, 1985 ; Charreaux et al., 1987 ; Brindisi, 1989 ; Lambert et Larcker, 1989 ; Charreaux, 1999). La première raison est la possibilité de diversification de portefeuille boursier de l'actionnaire. Ce dernier a une propension à accepter le risque lié à son investissement plus importante que le dirigeant, qui concentre l'intégralité de son patrimoine, en termes de "capital humain" et réputationnel, au sein de l'entreprise qu'il dirige. De ce fait, accepter des investissements risqués revient alors pour lui à mettre en cause son patrimoine. Les dirigeants vont donc éprouver une aversion au risque plus importante que les actionnaires, ce qui engendre des comportements sous optimaux. Ils peuvent être incités à mener une politique de diversification en contradiction avec l'intérêt des actionnaires, ou à refuser un projet bénéfique en raison de risques personnels perçus comme trop élevés. Cependant, d'une part, le dirigeant souhaitant s'enraciner peut chercher à augmenter l'incertitude pour renforcer son pouvoir de négociation, et d'autre part, le dirigeant est plutôt prêt à prendre des risques car ce n'est pas son "argent " qu'il engage.

La deuxième raison est l'horizon économique. Les dirigeants ont un horizon décisionnel limité à leur présence dans l'entreprise. Or, la richesse des actionnaires est affectée par tous les flux prévisibles de l'entreprise. Ils auront tendance à privilégier les investissements à long terme. En revanche, le dirigeant, qui peut être à tout moment révoqué, aura tendance à privilégier des projets en fonction de leur contribution aux résultats à court et moyen terme.

Enfin, la troisième raison est que le dirigeant peut manipuler l'information qu'il transmet aux actionnaires. La position centrale qu'il occupe peut lui permettre d'être opportuniste et donc de continuer à maximiser sa propre fonction d'utilité au détriment des autres parties.

Pour faire face à ces divergences d'intérêts, la théorie de l'agence indique que l'instauration de mécanismes de contrôle permet de stabiliser les relations et de minimiser les coûts d'agence. Nous pouvons résumer le risque et les moyens de le réduire dans la relation actionnaires/dirigeant de la façon suivante.

**Tableau 4 : Relation entre les actionnaires minoritaires et le dirigeant**

PPE	Risques	Moyens pour réduire le risque
<b>Actionnaires minoritaires<sup>9</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Opportunisme du dirigeant ;</li> <li>▪ Dirigeant incompétent/enraciné ;</li> <li>▪ Asymétrie d'information ;</li> <li>▪ Information comptable manipulée ;</li> <li>▪ Non maximisation de la valeur actionnariale.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Recours aux mécanismes disciplinaires (mécanismes de gouvernance actionnariale traditionnelle : indépendance du conseil d'administration, incitation, surveillance et sanction) ;</li> <li>▪ Implication dans la sélection (comité de sélection) et la stratégie (comité stratégique) ;</li> <li>▪ Audit externe indépendant.</li> </ul>
<b>Dirigeants</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Révocation, perte de capital humain et réputationnel, perte d'emploi ;</li> <li>▪ Rémunération moindre.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Manipulation comptable pour augmenter artificiellement le résultat ;</li> <li>▪ Enracinement.</li> </ul>

### 1.2.2. La relation entre les salariés et la firme

La relation d'agence entre les salariés et la firme peut être expliquée par le fait que l'entreprise repose sur deux ressources particulières : le capital apporté par les actionnaires et les compétences fournies par les salariés (capital humain spécifique). La firme est la combinaison de capital et de travail spécifique (Aoki, 1984) ou encore un nœud d'investissements spécifiques (Rajan et Zingales, 1998). Le capital humain spécifique encourt un risque d'expropriation à l'instar de celui pris par les actionnaires. Ces derniers peuvent toutefois diversifier le risque en redéployant leurs actifs, alors que les employés ne le peuvent pas si leur capital est spécifique à la firme et perd de sa valeur en sortant de l'entreprise.

Le risque du salarié a une double nature : (1) le risque informationnel lié à une information biaisée sur la qualité de l'employeur et les conditions de travail, et (2) le risque d'agence

<sup>9</sup> Dans ces relations, c'est le risque de la partie prenante qui nous intéresse ; ici le focus est donc mis sur les actionnaires.



comme l'expropriation et la perte du travail. Le salarié peut avoir trois leviers d'action pour gérer ces risques. (1) L'influence/implication directe, par exemple, la syndicalisation, la création d'associations d'actionnaires. (2) Le pouvoir formel, par exemple, consiste à l'actionnariat salarié, la participation au conseil d'administration, une solution institutionnelle qui ne nécessite pas nécessairement une association au capital (Aoki, 1984 ; Williamson, 1985). (3) Les mécanismes contractuels peuvent être le contrat de travail. Ces trois leviers sont de nature à réduire les risques (1) et (2). Pour gérer ces risques, le salarié va utiliser plusieurs moyens comme, par exemple, la syndicalisation, la création d'associations d'actionnaires salariés, l'actionnariat salarié et la présence au conseil d'administration.

Quant à la firme, pour éviter la perte du capital humain spécifique et une éventuelle diminution de la motivation, de la productivité et de l'attachement à la firme de la part des salariés, elle peut utiliser des incitations et des mécanismes de surveillance. L'activité de surveillance est utile car elle permet de rapprocher les performances des salariés des attentes de la firme, mais elle a un coût. Le couplage du droit au revenu et du droit au contrôle résiduel donne des incitations efficaces (Vincensini, 2009).

Nous pouvons résumer le risque et les moyens de le réduire de la relation entre les salariés et la firme de la façon suivante.

**Tableau 5 : Relation entre les salariés et la firme**

PPE	Risques	Moyens pour réduire le risque
<b>Salariés</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Information biaisée sur la qualité de l'employeur,</li> <li>▪ Licenciement : perte de travail suivie d'une baisse de salaire ;</li> <li>▪ Perte du capital humain ;</li> <li>▪ Dégradation des conditions de travail ;</li> <li>▪ Dégradation de la carrière.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Droit du travail ;</li> <li>▪ Comité d'entreprise (rôle informationnel en cas de licenciement collectif) ;</li> <li>▪ Syndicalisation ;</li> <li>▪ Actionnariat salarié : création d'associations d'actionnaires salariés ;</li> <li>▪ Présence au conseil d'administration.</li> </ul>
<b>Firme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mauvaise implication des salariés dans l'entreprise ;</li> <li>▪ Perte de capital humain spécifique ;</li> <li>▪ Baisse de productivité.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mécanismes d'incitation : stock options, actionnariat salarié (Desbrières, 1997 ; Hollandts, 2008) ;</li> <li>▪ Contrats optimaux permettant la circulation et l'échange d'information entre les deux parties (De La Bruslerie et Deffains, 2003) ;</li> <li>▪ Cohésion sociale : amélioration du climat interne ;</li> <li>▪ Sentiment de solidarité ;</li> <li>▪ Contrats implicites (Klein, Grawford et Alchian, 1978, p.275).</li> </ul>

### **1.2.3. La relation entre les créanciers financiers et la firme**

Les créanciers financiers ne constituent pas non plus une catégorie homogène. On distingue ainsi "les dettes internes" contractées auprès des banques, des "dettes externes" négociées directement sur les marchés.

Une asymétrie informationnelle en amont de la décision de crédit crée un risque d'anti-sélection. Au moment de délivrer le crédit, le banquier ne peut pas anticiper le comportement du dirigeant, notamment sur le remboursement de la dette. Il s'agit d'un aléa moral, lié à la difficulté, pour la banque, de s'informer et de contrôler les décisions du dirigeant. La banque se prémunit contre ce risque en rationnant la firme soit par les taux, soit par les volumes distribués.

Pour l'entreprise, le premier risque est de se trouver rationnée ou dans l'impossibilité d'obtenir un financement. Stiglitz et Weiss (1981) envisagent le marché du crédit comme imparfait, car les prêteurs ne sont pas parfaitement informés de la qualité des emprunteurs et de leurs comportements.

Le risque de créancier a une double nature. Tout d'abord, le risque informationnel est lié à une mauvaise information. Petersen (2004) a développé une réflexion sur la nature de l'information en distinguant deux catégories d'un continuum : l'information « hard » (quantifiable, numérisable et transmissible) et l'information « soft » (subjective et qui dépend du contexte et du « collecteur »). La prise de risque des créanciers financiers accentue la nécessité d'avoir accès à une information comptable et financière de qualité. La mise en route de la relation dépend ensuite de la capacité que chaque agent développe pour collecter ou diffuser l'information en amont de la décision de crédit. Mangematin (1996) établit que la construction de ce niveau de confiance ex ante doit reposer à la fois sur des garanties légales et des signaux de compétence et de crédibilité. Charlier (1998) confirme que les créanciers financiers sont plus sensibles à l'absence d'un système d'information efficace. L'information joue donc un rôle important dans la relation firme/créanciers. La relation banque/firme oscille donc entre deux modèles :

- le premier, purement transactionnel, fondé sur une logique client-fournisseur où les échanges d'informations sont au strict minimum pour obtenir un financement,
- le second, relationnel, fondé sur des échanges d'informations entraînant une réduction de l'incertitude et la construction d'une relation de confiance.

Ensuite le risque d'agence concerne l'expropriation par les actionnaires-dirigeants. Les capitaux prêtés sont utilisés à d'autres fins que le financement du projet pour lequel ils ont été contractés. La conséquence à court terme d'un manque d'information, de confiance ou de transparence (qualité, crédibilité) perçue amènerait la banque à effectuer une compensation par une augmentation de taux d'intérêt ou par l'introduction de clauses restrictives.

Il existe trois leviers d'action pour gérer ces deux risques. En premier se trouve l'influence/implication directe par une forte présence dans les ressources de la firme et par *relationship banking*. Les éléments clés de la théorie de la *relationship banking* sont les services bancaires, la durée, la garantie et les types de crédit (Cadot et Coudere, 2006). La durée de la relation et la confiance sont essentielles (Bédué et Lévy, 1997). En deuxième, on perçoit le pouvoir formel par la présence dans les instances de gouvernance. Piot et Missonier-Piera (2009) ont validé le lien de la qualité de gouvernance et le coût de la dette, aussi, par une forte présence de créancier dans le passif de la firme. Cette présence va le conduire à gagner en influence dans le processus de prise de décision. Si le créancier est un actionnaire, il en possède les prérogatives, et, par sa présence au conseil d'administration, est en mesure de contrôler le dirigeant. En troisième, il y a les mécanismes contractuels comme les garanties et les clauses restrictives. Ledoux et Berrebi (1995) ont remarqué que la première garantie de risques pour les créanciers réside dans la qualité des projets financés et dans la qualité des entreprises qui les financent. La construction de la confiance s'opère selon Mendez (2001) par le biais de garanties testées dans le passé et donc validées ou infirmées par l'expérience. Ces garanties devraient assurer un certain niveau de sécurité dans cette relation. Ces trois leviers sont de nature à réduire les deux risques : informationnel et d'agence.

Dans la relation créanciers financiers et firme, nous pouvons résumer le risque et les moyens de le réduire de la façon suivante.

**Tableau 6 : Relation entre les créanciers financiers et la firme**

PPE	Risques	Moyens pour réduire le risque
<b>Créanciers financiers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Illiquidité / Défaillance</li> <li>▪ Sur / sous investissement</li> <li>▪ Utilisation des capitaux prêtés à d'autres fins que le financement du projet pour lequel ils ont été contractés.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Recherche d'une meilleure information</li> <li>▪ Exigence d'une prime de risque</li> <li>▪ Demande de garanties, de sûretés</li> <li>▪ Clauses de sauvegarde</li> <li>▪ Rationnement du crédit</li> <li>▪ Influence sur la gouvernance.</li> </ul>
<b>Firme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Menace d'un arrêt des financements : risque de trésorerie</li> <li>▪ Coût du crédit : coût d'accès au financement plus élevé</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Avoir un budget de trésorerie équilibré</li> <li>▪ Opter pour une politique prudente pour faire face aux échéances (Friend et Lang, 1988 ; Gilson, 1989)</li> <li>▪ Consentir aux créanciers un droit de regard sur la gestion (présence au conseil, par exemple)</li> </ul>

#### 1.2.4. La relation entre les partenaires commerciaux et la firme

Une part de la création et du partage de la valeur est liée aux relations qu'entretient la firme avec les clients et les fournisseurs. La relation entre les clients et la firme, et inversement vis-à-vis des fournisseurs, n'est pas que la succession de transactions isolées mais elle s'inscrit dans une relation avec une histoire passée, présente et future. Les clients ont un impact direct sur les ressources qui devront être mises en place pour créer et maintenir une offre innovante et différenciée par rapport à la concurrence. Pour avoir de la valeur, une offre doit répondre aux attentes du marché, être valorisée par les clients et être différenciée par rapport à l'offre des concurrents pour que les clients restent fidèles à la firme.

Le client doit s'assurer que son fournisseur se comporte conformément à ses attentes afin de coordonner les activités intervenant dans la chaîne de valeur. Les relations entre le client et la firme sont au centre de la dynamique industrielle (Ravix, 1990).

Pour déterminer la forme de la transaction, Williamson (1985) prend en compte deux postulats comportementaux : opportunisme et rationalité limitée<sup>10</sup>. De plus, les transactions sont caractérisées par trois dimensions : l'incertitude, la fréquence (occasionnelle ou récurrente) et le degré d'investissement spécifique<sup>11</sup> nécessaire à la réalisation de la

<sup>10</sup> Selon Simon (1978), lors d'une prise de décision les acteurs n'ont ni le temps, ni les moyens d'envisager toutes les options possibles. Ils choisissent donc la solution la plus satisfaisante sur le moment, qui n'est pas forcément la meilleure en théorie compte tenu de toutes celles qui leur sont offertes.

<sup>11</sup> C'est un effort pour acquérir une compétence qui sert l'entreprise. Elle est spécifiquement adaptée à l'entreprise et n'a pas de valeur sur le marché. (Williamson, 1985, p. 31 et 32).

transaction. Il distingue en définitive quatre transactions possibles influant sur la forme finale du contrat : la promesse, le planning, la compétition et la gouvernance.

Le client peut subir des risques techniques liés à la spécificité, à la durée de vie du produit, à la technologie du *process* ou du produit. Il y a aussi des risques commerciaux qui peuvent être identifiés par le degré de concentration du secteur de la firme, la volatilité des prix, les relations commerciales de la firme avec un concurrent, l'existence de marchés compensatoires, etc. Pour réduire ces risques, il faut accentuer le contrôle. Dans sa relation avec la firme, le client peut mettre en place deux phases de contrôle.

La première phase est la sélection des fournisseurs, c'est un premier contrôle : au-delà de la compétitivité des prix, les critères de sélection concernent la qualité de l'organisation de la firme ainsi que sa capacité technologique, sa solidité financière, la dépendance réciproque ainsi que la taille de l'entreprise. Ces critères peuvent se classer en deux catégories. Formels, ils concernent la firme et ont pour but de s'assurer de sa compétitivité en termes de qualité, coûts, délais, de sa capacité d'innovation, de sa pérennité financière. Les critères implicites ou informels, visent la relation et portent sur le rapport de force entre le client et la firme. Il y a une complémentarité entre le contrôle formel et informel pour la construction d'un climat de confiance dans un souci de cohésion organisationnel (Guibert et Dupuy, 1997). Granovetter (1985) a parlé d'encastrement des relations personnelles dans les transactions.

La deuxième phase concerne les contrôles sur la qualité des produits, sur le prix ou sur le délai ainsi que sur le *process* et la productivité.

Le client peut avoir des leviers d'action s'il représente un important chiffre d'affaires actuel ou potentiel chez la firme, s'il est réputé sur son marché ou s'il peut faire progresser la firme dans ses méthodes d'organisation de la production. Sa relation varie en fonction de ses leviers d'action. Il peut être soit dominé, à la recherche d'un compromis permanent, soit dans une situation de partenariat.

Une gouvernance efficace pourrait servir les intérêts des partenaires commerciaux dans la mesure où le rôle du conseil d'administration n'est plus alors de défendre les intérêts des actionnaires mais de surveiller le bon déroulement des relations commerciales. La pérennité des relations commerciales est indispensable à la survie de la firme. De plus, la prise de participation accompagnée ou non d'un siège au conseil d'administration (ou d'échanges d'administrateurs) permet, par un meilleur accès à l'information, de mieux contrôler la valeur créée et son partage.

Nous pouvons résumer le risque de la relation entre les partenaires commerciaux et la firme et les moyens de le réduire de la façon suivante.

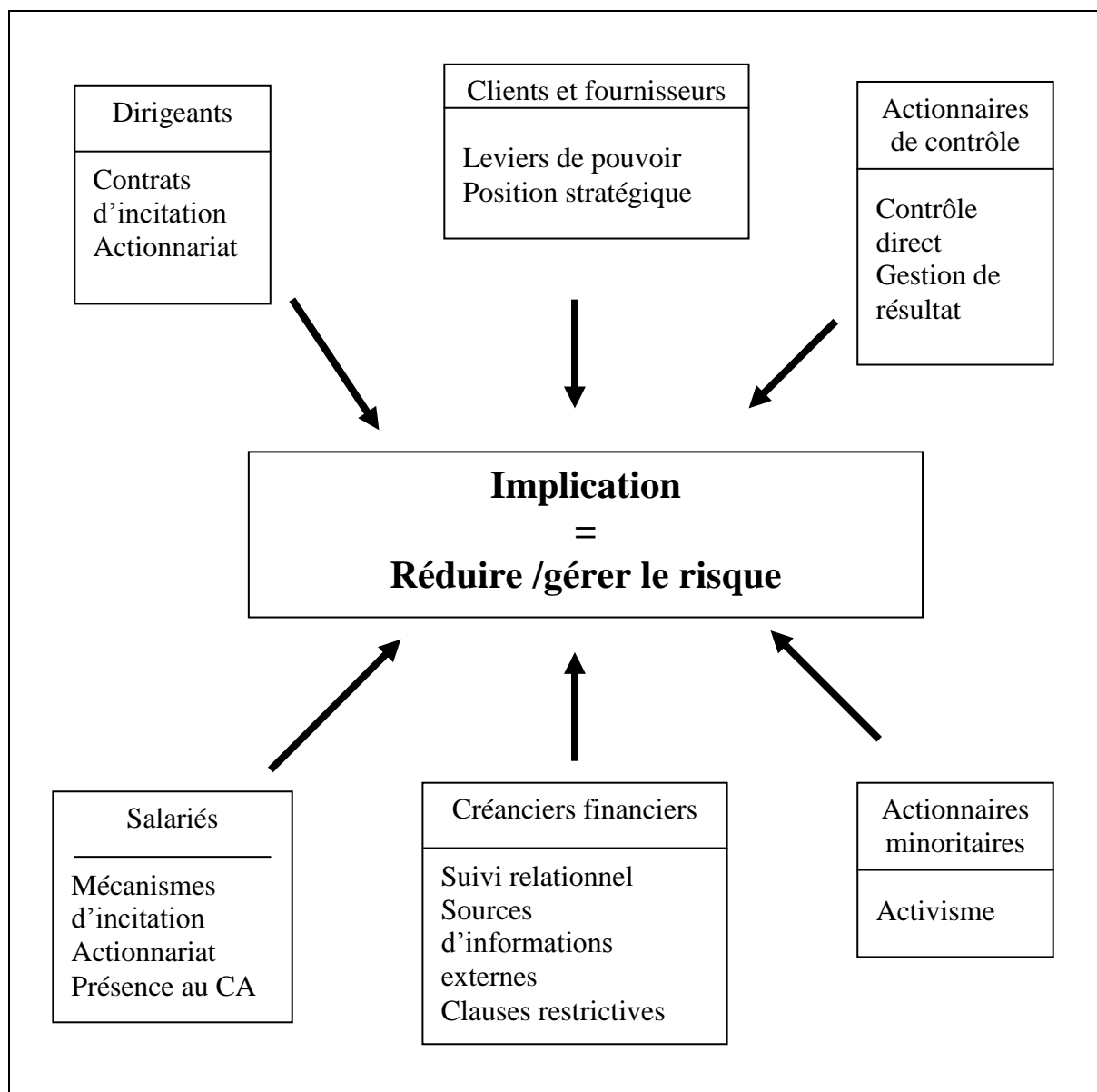
**Tableau 7 : Relation entre les partenaires commerciaux et la firme**

PPE	Risques	Moyens pour réduire le risque
<b>Clients/ Fournisseur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Risques techniques : liés à la spécificité, à la durée de vie du produit, à la technologie du process ou du produit ;</li> <li>▪ Risques commerciaux : volatilité des prix, degré de concentration du secteur des clients/fournisseurs, existence de marchés compensatoires, risque d'un produit/service de qualité inférieure aux attentes...</li> <li>▪ Paiement d'un prix supérieur au prix ; d'opportunité.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Recherche d'information plus importante sur la firme ;</li> <li>▪ Sélection des clients /fournisseurs ;</li> <li>▪ Contrôle de la relation fournisseur/client.</li> </ul>
<b>Firme</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Encaissement d'un prix inférieur au prix d'opportunité (coût d'opportunité) ;</li> <li>▪ Perte de la transaction et du client/fournisseur;</li> <li>▪ Défaut du client /fournisseur.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Prise de couvertures, assurances crédit, garanties contractuelles ;</li> <li>▪ Normes de qualité.</li> </ul>

Globalement, pour chaque partie prenante, il y a deux types de risque : l'informationnel et celui d'agence proprement dit. Trois leviers d'action sont de nature à réduire ces deux risques : l'influence/implication directe, le pouvoir formel et les mécanismes contractuels.

Afin de défendre leurs droits et satisfaire au mieux leurs attentes, les parties prenantes explicites disposent des mécanismes de sauvegarde, c'est-à-dire de protections qui résultent tant de la loi que de pratiques, de simples usages ou de contrats (Caby et Hirigoyen, 2001). S'intéressant aux mécanismes de défense de l'intérêt des salariés, par exemple, Paulus et Roth (2001) indiquent que les mécanismes de sauvegarde ex ante se concrétisent essentiellement par des garanties (contrats implicites) (cité par Garfatta, 2010, p.62, 63). Pour que les parties prenantes évitent les risques énumérés ci-dessus, elles vont chercher d'une part, à s'impliquer de plus en plus dans les affaires de la firme et d'autre part à s'appuyer sur l'efficacité présumée des mécanismes de gouvernance en place pour réduire leurs risques et/ou s'approprier une plus grande partie de la valeur partenariale. Pour un niveau d'information donné, le risque d'agence se "gère" donc par deux leviers principaux : les incitations et les contrôles, directs ou indirects (via des dispositifs de gouvernance) de l'agent. La synthèse des mécanismes d'implication des parties prenantes explicites peut être présentée par la figure suivante.

**Figure 12 : Synthèse des mécanismes d'implication des parties prenantes explicites**



Source : composée par nos soins

Les modalités de rétribution et l'assumption des risques prévus par les contrats qui régissent les relations d'agence vont jouer un rôle déterminant dans l'appropriation de la valeur.

## 2. L'appropriation de la valeur partenariale

L'appropriation de la valeur partenariale va générer des situations conflictuelles. Chaque partie prenante va chercher à contracter au prix le plus juste pour un niveau de risque donné, et chercher à mieux contrôler le risque pour abaisser ses prix d'opportunité. Pour gérer le risque, une partie prenante peut soit s'impliquer, comme nous l'avons montré au point (1.1)

de cette section, soit s'appuyer sur l'efficacité présumée des mécanismes de gouvernance en place. Ces mécanismes peuvent jouer un rôle important dans l'appropriation de cette valeur (2.1). La construction de notre cadre d'analyse théorique sera présentée (2.2), ainsi que l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites (2.3).

## **2.1. L'effet modérateur des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale**

Les scandales récurrents illustrent bien la plausibilité de la théorie de l'agence sous son aspect disciplinaire pour expliquer la contribution potentielle de certains mécanismes de gouvernance à assurer une gestion conforme à l'objectif de création de valeur, et ont fait émerger une réflexion sur la gouvernance "efficace". Cette réflexion a débouché sur des propositions relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise et d'information financière figurant dans les rapports Viénot (1995,1999), Bouton (2002) et Medef (2010), comparables à celles formulées dans la plupart des pays de l'OCDE. Avant l'affaire Enron, ces propositions insistaient sur les caractéristiques des conseils d'administration (présence d'administrateurs indépendants, d'un comité d'audit, etc.) ; depuis, elles mettent l'accent sur « la qualité de l'information et de la communication financière » Bouton (2002, p.3). Les pratiques de gouvernement d'entreprise sont renforcées par un arsenal juridique : la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques et la loi de sécurité financière en France. Les investisseurs ont tendance, depuis 1995, à s'intéresser davantage à la gestion effective des entreprises dans lesquelles ils ont fait des placements. Assiste-t-on à un retour de *l'affectio societatis* après l'euphorie financière de la dernière décennie ?

Les investisseurs associent des mécanismes de gouvernance à une utilisation optimale des ressources et à une réduction des coûts d'agence pouvant améliorer la valeur de l'entreprise. Les investisseurs perçoivent également une gouvernance efficace comme un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour les parties prenantes, puisqu'ils croient qu'elle peut diminuer la probabilité d'événements malencontreux (Buchholtz et al. 1998 ; Conyon et Peck, 1998).

Des mécanismes de gouvernance peuvent intervenir pour atténuer le risque de l'expropriation par le dirigeant ; la présence d'une banque, par exemple, contraint les dirigeants à une discipline plus stricte (Jensen et Meckling, 1976). Le banquier peut toujours brandir la menace d'un arrêt des financements avec, comme conséquence, la faillite et la perte de réputation pour son dirigeant. Le recours à l'endettement est considéré comme un moyen de réduire les coûts d'agence des fonds propres et par conséquent la valeur appropriée par les



dirigeants. En matière de politique de rémunération, l'entreprise, en recourant à l'actionnariat, envoie des signaux envers les apporteurs des capitaux, et parallèlement ces derniers exercent un contrôle sur la rémunération des dirigeants (Sire et Tremblay, 2000).

## **2.2. Cadre d'analyse théorique**

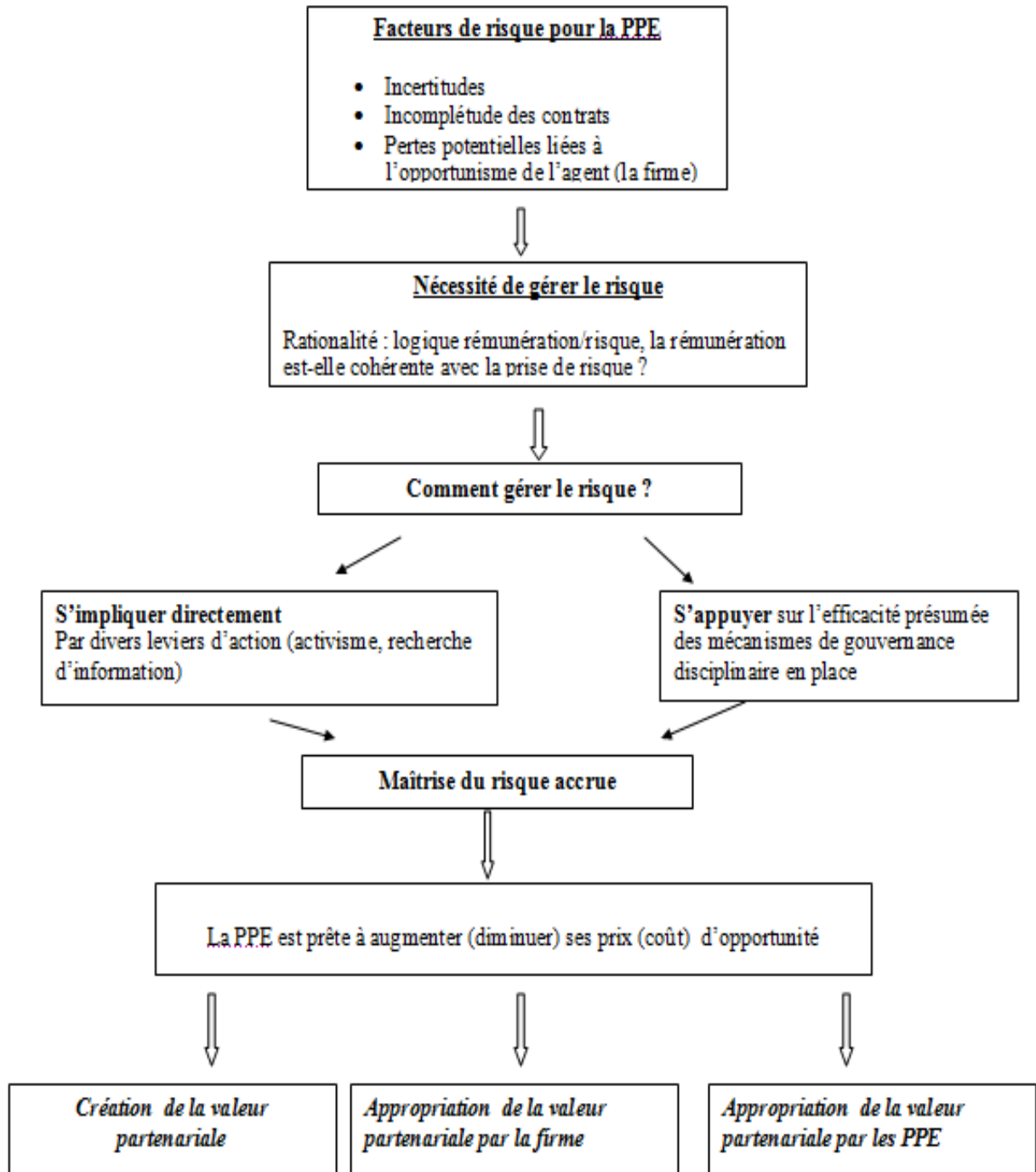
La théorie de l'agence prévoit que la séparation de la propriété et du management augmente le potentiel d'opportunisme de la part du dirigeant/actionnaire dominant, au détriment des autres parties prenantes explicites, et rend bénéfique pour toutes les parties la mise en place des mécanismes d'une gouvernance "efficace". Ainsi, ces mécanismes devraient réduire les coûts associés aux conflits d'intérêts et, donc, maximiser la richesse de l'entreprise. En conséquence, les recherches se sont concentrées sur l'étude des structures qui maximisent la valeur (Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Barnhart et Rosenstein, 1998 ; Byrd et al. 1998).

Cette théorie suppose que les différents acteurs vont tenter de maximiser leur fonction d'utilité. Au sein de la relation d'agence, des comportements déviants sont susceptibles d'apparaître. Cet état de fait s'explique par la difficulté de contrôler parfaitement les efforts des agents, l'incomplétude et les coûts liés à l'établissement des contrats. Charreaux (1997) note qu'un contrat ne peut jamais tout prévoir *ex ante*, la grande complexité des tâches managériales implique en effet « qu'aucun mécanisme de contrôle et d'évaluation ne permet de connaître sans ambiguïté les efforts fournis par les partenaires ».

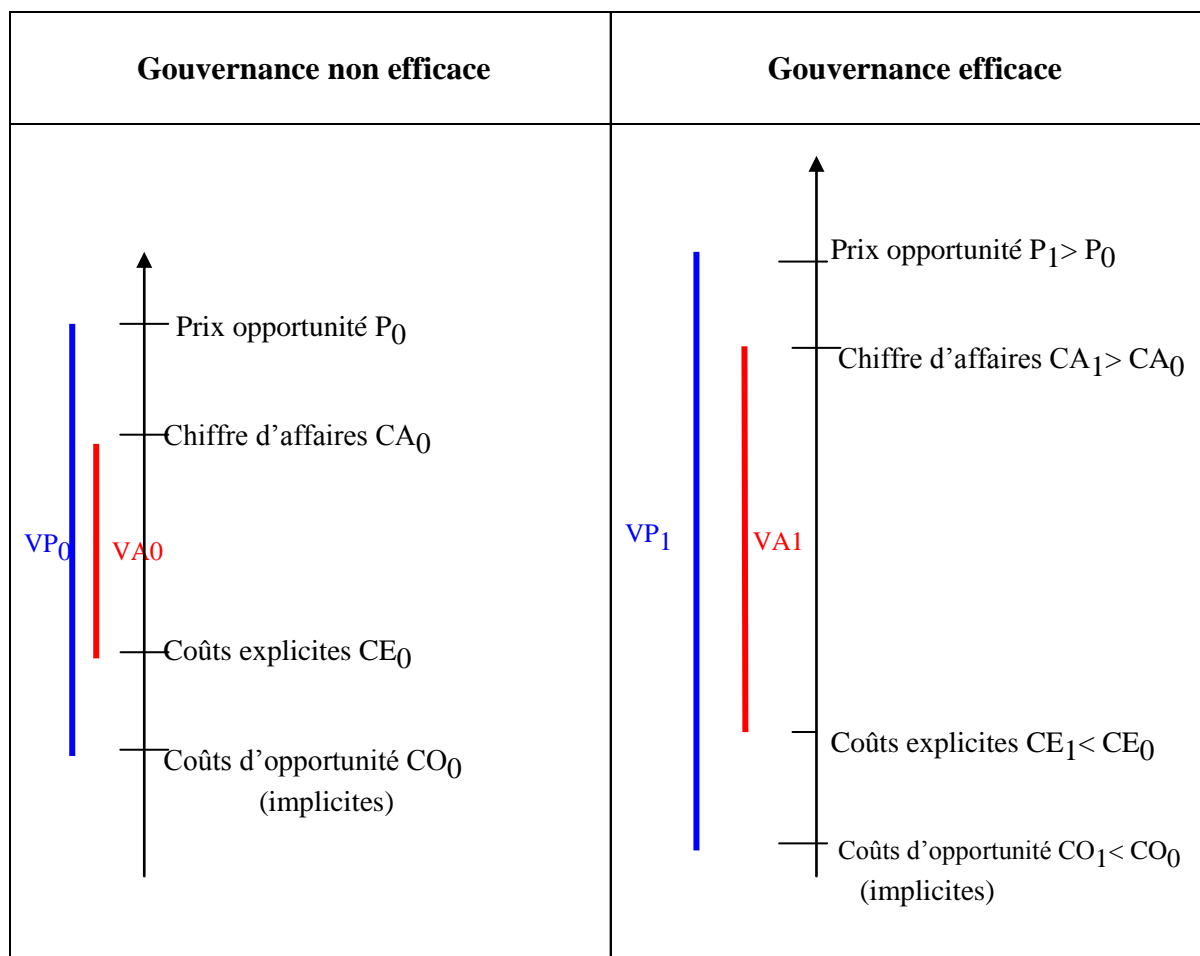
Mais pour faire face aux divergences d'intérêts, dans une perspective disciplinaire et contractuelle, l'instauration de mécanismes de gouvernance permet de stabiliser les relations, réduire les coûts d'agence et contribuer ainsi à augmenter la création de richesse. Il est donc possible d'envisager un cercle vertueux si nous sommes en présence d'une gouvernance "efficace", cette dernière est alors un Mécanisme Réducteur de Risque (MRR)/instigateur de confiance pour les parties prenantes explicites. La firme peut donc contracter à des prix (coûts) plus (moins) élevés ; la rente organisationnelle est accrue. Par conséquent, elle s'approprie plus de valeur partenariale. Dans ce cadre, une gouvernance "efficace" peut déboucher sur deux situations, d'abord une plus grande rente organisationnelle (cercle vertueux) et ensuite une plus grande part de la rente organisationnelle appropriée par la firme. En revanche, lorsque le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'agit d'un Mécanisme Levier de Pouvoir (MLP). La partie prenante s'approprie plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

Nous pouvons résumer notre cadre général dans la figure suivante.

Figure 13 : Cadre général de l'analyse



En considérant deux états possibles sur la qualité de la gouvernance, le raisonnement nous conduit à la figure suivante.

Figure 14 : Les deux états possibles sur la qualité de la gouvernance<sup>12</sup>

Avec VP : valeur partenariale et VA : valeur actionnariale

La relation entre la performance organisationnelle et la performance financière est novatrice. Pour cela, nous transposons notre relation des fondements théoriques et les études empiriques concernant la performance sociale et la performance financière. Notre choix est justifié par le fait que la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) intègre trois éléments. Il faut honorer des obligations à l'égard de la pluralité des parties prenantes, répondre aux demandes sociales émises par l'environnement socio-économique et utiliser le concept de son champ d'application comme outil de gestion (Allouche et Laroche, 2005, p.6). La Commission Européenne définit la responsabilité sociale des entreprises (RSE) comme « l'intégration volontaire, par les entreprises, de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et à leurs relations avec leurs parties prenantes » (Livret vert, juillet 2001, p.8). Dans la RSE, nous trouvons la notion de gouvernance partenariale et la création de la valeur pour tous. La RSE peut couvrir, par exemple, la qualité globale des

<sup>12</sup> Bonne ou mauvaise gouvernance, c'est-à-dire gouvernance efficace (capacité à discipliner la partie contractante) ou non.

filières d'approvisionnement et de sous-traitance, la prise en compte des attentes des clients, le bien-être des salariés, etc.

La satisfaction des objectifs des parties prenantes favorise l'amélioration de la performance financière (Freeman, 1984). Cette hypothèse repose sur l'idée que les dirigeants qui satisfont l'ensemble des parties prenantes améliorent la performance financière (Waddock et Graves, 1997). Les entreprises, qui réussissent à obtenir la légitimité des parties prenantes, bénéficieront de flux de ressources plus importants et seront plus aptes à créer de la valeur que celles qui maintiennent de mauvaises relations avec les parties prenantes (Jones, 2001). Mc Guire et al. (1988) ont indiqué que la performance financière permettait d'améliorer le niveau de la performance sociale et leurs travaux ont été partiellement confirmés par ceux de Preston et al. (1991). Kraft et Hage (1990) ont montré que l'excédent de ressources et l'attitude des managers à l'égard de l'entreprise influencent fortement le niveau de la performance organisationnelle. Les résultats de méta-analyses ont montré que plus de 50% des liens sont positifs entre la performance sociale et la performance financière (Allouche et Laroche, 2005, p.18).

Il est possible d'envisager un cercle vertueux (synergie positive) si nous sommes en présence d'une gouvernance "efficace" ; cette dernière est alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante. Si une gouvernance "efficace" entraîne moins de risque d'expropriation et plus de confiance (notamment pour les apporteurs de ressources), alors la valeur actionnariale (performance financière) devrait s'en trouver améliorée. Un niveau plus élevé de performance organisationnelle ( $VP_1 > VP_0$ ) conduit alors à une amélioration de la performance financière, ce qui offre la possibilité de réinvestir dans des actions socialement responsables (Waddock et Graves, 1997).

En somme, l'efficacité des mécanismes de gouvernance disciplinaire devrait entraîner moins de risque contractuel pour les PPE. Ceci donne la possibilité pour la firme de contracter à des prix (coûts) plus (moins) élevés, et la rente organisationnelle s'en trouve accrue (prix – coûts d'opportunité). Sous cette hypothèse de cercle vertueux, notre argumentation nous conduit donc à tester, d'une manière générale, qu'une partie prenante maximise son utilité en trouvant un équilibre entre sa rémunération immédiate (pourcentage de la rente organisationnelle qu'elle s'approprie) et sa prise de risque au travers de la relation contractuelle (incomplétude des contrats). La gouvernance est alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante : une gouvernance "efficace" diminue le risque d'expropriation (rupture du contrat abusive...) et renforce la confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre, au profit d'une collaboration

plus fructueuse dans la durée. Cette relation est conditionnée par l'aversion au risque de la partie prenante et par l'investissement qu'elle réalise dans la relation contractuelle.

Dans le cas d'un cercle "non vertueux", et notamment sous le postulat de substitution des richesses c'est-à-dire qu'une performance actionnariale élevée se fait au détriment de la part de la rente organisationnelle appropriée par les parties prenantes, l'efficacité de la gouvernance serait d'abord au service de la firme et de ses actionnaires. Comme c'est le cas dans la conception néoclassique de la performance, l'entreprise n'a qu'une seule finalité : la création de la richesse pour ces actionnaires. Ce point de vue a été résumé par Milton Friedman dans la célèbre formule: "*The business of business is business*". Cette recherche de profit maximal incite en effet les entreprises à mieux adapter leurs produits à la demande, à produire dans les conditions les plus efficaces et à réaliser des gains de productivité qui se traduisent en baisse de prix ou en hausse de salaires. Enfin, le profit est la condition de l'investissement, qui assure la survie et le développement de l'entreprise.

La prise en compte des parties prenantes implique des coûts financiers supplémentaires provoquant un désavantage compétitif (Friedman, 1962, 1970). Toute initiative socialement responsable éloigne les dirigeants de leur objectif de maximisation des profits (Aupperle, Carroll et Hatzfeld, 1985). Drucker (1984, p.58) affirme que « *faire du profit est fondamentalement incompatible avec la responsabilité sociale de l'entreprise (...) la première responsabilité de l'entreprise est de créer du capital, qui seul peut financer les emplois de demain* ». Selon Friedman (1962, p.133) : « *l'entreprise n'a qu'une seule et unique responsabilité, utiliser ses ressources dans des activités appelées à accroître ses profits dès lors qu'elle reste dans le cadre des règles du jeu* » et la responsabilité de l'entreprise n'est autre que de servir le mieux possible les intérêts de leurs actionnaires (Friedman, 1970).

Les managers poursuivent des objectifs propres qui peuvent rentrer en contradiction avec les objectifs des actionnaires et des autres parties prenantes (Williamson, 1985). Preston et O'Bannon (1997) montrent que les managers peuvent récupérer un gain maximum en lésant les *Stakeholders* lorsque la performance financière est élevée. Le dirigeant occupe une position centrale dans le fonctionnement de l'entreprise. De ce fait, il est exposé à la tentation d'appropriation d'une partie de la rente organisationnelle. Il peut entreprendre des investissements qui favorisent sa fonction d'utilité. L'opportunisme va générer des coûts d'agence qui vont diminuer la performance organisationnelle ainsi que la performance financière.

La valeur partenariale va soulever la question de son appropriation par les différentes parties prenantes.

### **2.3. L'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites**

Pour Shleifer et Vishny (1997, p.137) : « (...) *deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment* ». Cela implique que la gouvernance n'est nécessaire que dans les situations où les apporteurs de capital doivent contrôler l'équipe dirigeante qu'ils ont recrutée pour gérer les activités de la firme. De cette définition, centrée sur l'apport des seules ressources financières, nous passons à la définition de Charreaux (1997, p.1) où la gouvernance « *recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Cette définition place le dirigeant au cœur de l'appropriation de la valeur partenariale. Les parties prenantes ne vont alors contribuer à la création de la valeur que si elles perçoivent une partie de la rente. En tant qu'agents économiques rationnels, les parties prenantes explicites devraient exiger une part de la rente organisationnelle d'autant plus importante que le risque qu'elles supportent à travers la relation contractuelle est élevé.

Nous développons l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés (2.3.1), par les partenaires commerciaux, clients et les fournisseurs (2.3.2.), et par les apporteurs de capitaux externes, actionnaires minoritaires et créanciers financiers (2.3.3).

#### **2.3.1. L'appropriation de la valeur partenariale par les salariés**

Le salarié a intérêt à s'approprier une part élevée de la valeur partenariale, et la firme a intérêt à renforcer son implication pour augmenter sa productivité. Comment la gouvernance peut-elle réguler ces conflits d'intérêts ? Les conflits opposant dirigeants et salariés proviennent fondamentalement du caractère incomplet des contrats (Desbrières, 2002 ; Caby et Hirigoyen, 2001) et de la tendance de chacun à privilégier son propre intérêt.

Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui encouru par les actionnaires. Les salariés ne peuvent pas diversifier ce risque car ce capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Ils deviennent donc des créanciers résiduels.

Pour limiter les sources de conflits, pouvant engendrer une diminution de productivité et de performance, et assurer la convergence des intérêts, des mécanismes de gouvernance comme l'actionnariat salarié peuvent être utilisés. C'est un phénomène qui s'est développé, l'Europe

comptait 16 millions d'actionnaires salariés en 2007<sup>13</sup>. Dans ce cadre, Long (1980), Desbrières (1991, 2002) et Gamble et al. (2002) estiment que l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires. L'actionnariat salarié est présenté comme une réponse aux attentes des salariés en leur apportant un complément de rémunération, tout en les impliquant dans la gestion de leur entreprise ; il est également présenté comme une réponse aux attentes des entreprises, en permettant de mieux intégrer le salarié-actionnaire à la vie de son organisation et à son développement. L'actionnariat salarié est d'abord un outil d'épargne. C'est une volonté de redistribuer une partie de la valeur créée et c'est un élément de motivation au travail.

En France, les salariés jouissent d'une forte protection et le cadre juridique n'a cessé d'évoluer. La loi Fabius de 2001 a renforcé la représentation des actionnaires salariés dans les conseils d'administration ainsi que leur information. Le seuil de l'obligation de proposer une résolution sur la question de la représentation des salariés au(x) poste(s) d'administrateur(s) est abaissé à 3% du capital social<sup>14</sup>.

La nomination, par l'assemblée générale des actionnaires, d'un ou plusieurs représentants des salariés actionnaires au sein des conseils (d'administration ou de surveillance) des sociétés dont les salariés détiennent plus de 3% du capital est désormais obligatoire par l'article 217 de loi de modernisation sociale du 17 janvier 2002. En dépit de cette volonté, une nouvelle loi est apparue le 3 décembre 2008<sup>15</sup> pour soutenir la consommation, suite à la crise financière. A partir du 1<sup>er</sup> mai 2009, le salarié a deux options : soit récupérer immédiatement sa participation, soit la laisser bloquée pour une durée minimale de 5 ans. D'après une étude réalisée par le Club de l'Epargne Salariale en 2009<sup>16</sup>, il n'y a pas eu de mouvements importants de fonds et l'actionnariat salarié a pu résister à la crise financière.

L'appropriation de la valeur par les salariés se trouve donc renforcée depuis 2009. De plus, l'abondement de la participation était autorisé sur le seul plan d'épargne retraite collectif (PERCO). Dorénavant, les sommes issues de la participation et versées sur un plan épargne d'entreprise (PEE) ouvriront droit à un abondement de l'entreprise. Tous ces dispositifs renforcent l'appropriation de la valeur par les salariés.

---

<sup>13</sup> Recensement fait par la fédération européenne de l'actionnariat salarié en 2007 et publié le 23 mai 2008.

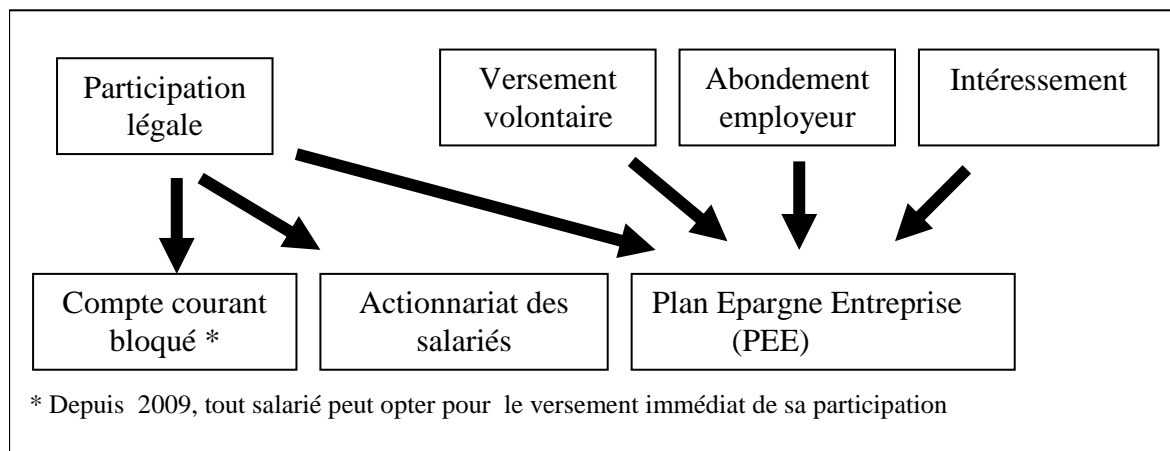
<sup>14</sup> La loi n° 94-640 du 25 juillet 1994 avait fixé ce seuil à 5%.

<sup>15</sup> Décrets n° 2009-351 du 30 mars 2009 et n° 2009-352 du 30 mars 2009 publiés dans le J.O du 31 mars 2009.

<sup>16</sup> D'après « Les Echos.fr », 09 juin 2009.

En France, les mécanismes d'actionnariat salarié peuvent être résumés de la façon suivante.

**Figure 15 : Actionnariat salarié**



L'arsenal juridique joue en faveur des salariés, la loi relative à la représentation obligatoire de ces derniers<sup>17</sup> stipule que le conseil (d'administration ou de surveillance) doit comprendre deux membres représentant les salariés et un membre représentant les salariés actionnaires, s'il compte moins de 15 administrateurs ; dans le cas contraire il est constitué de trois membres représentant les salariés et d'un membre représentant les salariés actionnaires. A travers cette représentation, les salariés disposent d'un levier d'influence pour s'approprier une part plus importante de la valeur partenariale. Pour Das et Teng (1998 ; 2001 ; 2004, cité par Garfatta, 2010, p.115) : « *la confiance en tant que mode de contrôle diminue le niveau d'incertitude comportementale en augmentant la prévisibilité d'un comportement satisfaisant du partenaire* ». La confiance invite par conséquent au dépassement de l'hypothèse comportementale d'opportunisme, qui domine encore pour une large part la finance (Bradach et Eccles, 1989 ; Franck, 1993 ; Orbell, Dawes et Schwartz-Shea, 1994). Offrir la possibilité aux salariés de devenir actionnaires de leur entreprise est une marque de reconnaissance du rôle rempli, des compétences exercées. C'est une volonté d'association aux futur et destin de la firme. En devenant actionnaires, les salariés témoignent également de leur confiance dans le devenir de la firme. De plus, le salarié, qui investit du capital humain sur un horizon en général long, dans le cadre normal d'un CDI, développe sa confiance dans l'organisation. En présence d'une gouvernance efficace (représentation aux instances, actionnariat salarié, etc.), le risque d'une rupture abusive du contrat de travail est réduit. Le salarié sera alors prêt à signer un contrat de travail avec une rémunération immédiate moindre, donc une

<sup>17</sup> Dans l'article 33 de la loi N°2006-1770 du 30/12/2006 qui modifie l'article 8-1 de la loi N°86-912 du 6 Août 1986.



appropriation de valeur plus limitée. Ceci est conforme à notre schéma général de raisonnement : avec une meilleure implication dans la gouvernance, la partie prenante est prête à contracter à un coût d'opportunité moindre, et par conséquent, la valeur partenariale appropriée par la firme s'accroît, toutes choses égales par ailleurs.

### **2.3.2. L'appropriation de la valeur partenariale par les partenaires commerciaux<sup>18</sup>**

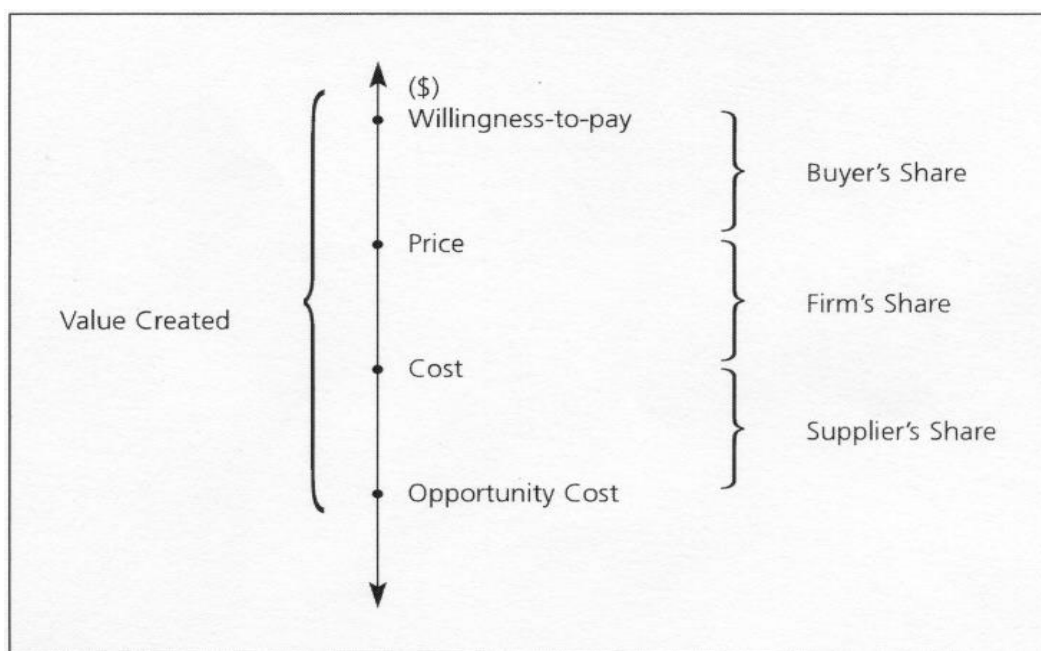
L'importance des clients pour la firme s'explique par le fait qu'ils mesurent en permanence la qualité des produits et services qu'ils achètent et évaluent régulièrement la situation concurrentielle. Ils sont donc moteurs dans le développement d'offres innovantes. Les clients vont chercher à s'approprier une partie de la valeur partenariale. En se prononçant sur la qualité des offres, les clients participent de manière directe et immédiate à l'allocation des ressources pour maintenir ou développer un niveau de qualité perçue. Ils mesurent, par leur attitude au quotidien, la performance concurrentielle des produits et des services de la firme. Ils vont indiquer, par leurs préférences, les dimensions de l'offre qui leur paraissent les plus attractives par rapport à leurs besoins. Les dimensions de l'offre qui n'ont pas de valeur pour les clients pourront être éliminées. Mais, les clients vont chercher à réduire le risque, en sélectionnant les produits qui dégagent le plus de valeur et en contractant au prix le plus juste pour un niveau de risque donné.

L'appropriation finale de la valeur par les partenaires commerciaux dépend des relations contractuelles qui marquent la chaîne de valeur, comme le montre la figure suivante.

---

<sup>18</sup> Nous avons regroupé les deux parties prenantes "clients" et "fournisseurs" en partenaires commerciaux parce que les mécanismes sont réciproques.

**Figure 16: Schéma d'appropriation de la valeur créée**



Source : Brandenburger et Stuart (1996, p.10)

Au niveau des relations commerciales (clients/fournisseurs), la relation contractuelle diffère des salariés et des apporteurs des capitaux sur deux plans.

- elle est, généralement, sur un horizon temporel plus court, ou en tout cas plus facilement dénonçable ;
- l'investissement de la partie prenante est moins significatif, en particulier au niveau des clients ; le fournisseur peut cependant avoir beaucoup investi si c'est un sous-traitant, par exemple.

En conséquence, le rôle de la gouvernance comme mécanisme réducteur de risque est moins évident. Par contre, les clients et les fournisseurs, au lieu d'avoir avec la firme une relation purement transactionnelle fondée sur une logique où les échanges d'informations sont réduits au minimum, peuvent parvenir à instaurer un modèle relationnel, fondé sur des échanges d'informations entraînant une réduction de l'incertitude et la construction d'une relation de confiance. Ces parties prenantes vont alors travailler en partenariat avec la firme. Dans notre cadre d'analyse, qui n'est pas de type "relationnel", on ne s'attend pas à des bénéfices directs d'une gouvernance efficace en matière de relations contractuelles clients/fournisseurs. Mais, il peut y avoir des bénéfices indirects, si l'on considère qu'une gouvernance efficace permet de réduire l'opportunisme des dirigeants et/ou des actionnaires au détriment des autres parties prenantes.

### **2.3.3. L'appropriation de la valeur partenariale par les apporteurs des capitaux externes, actionnaires minoritaires et créanciers financiers**

Une bonne protection des actionnaires minoritaires limite l'extraction de bénéfices privés du contrôle (Dyck et Zingales, 2002). Longtemps considérés comme des actionnaires inactifs, inorganisés, les actionnaires minoritaires n'hésitent plus à se coaliser dans le but de faire entendre leur voix et de s'approprier une part de la rente. Un ensemble de mécanismes est mis en place comme les batailles de procuration, la sollicitation de votes dont l'objectif est d'obtenir la minorité de blocage ou la majorité des votes afin de contester ou de rejeter l'adoption de certaines résolutions. Les actionnaires minoritaires peuvent aussi utiliser les mécanismes de régulation extérieurs par le marché financier via la cotation et les offres publiques pour minimiser les coûts d'agence.

En France, le principe d'égalité entre les actionnaires existe depuis longtemps dans le droit de sociétés. La loi NRE du 15 Mai 2001 a renforcé cette protection, le nouvel article L. 225-38 tel qu'il est issu de l'article 111 est libellé de la façon suivante : « *Toute convention intervenant directement ou par personne interposée, entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, l'un de ses administrateurs, l'un de ses actionnaires disposant d'une fraction des droits de vote supérieure à 5%, ou, s'il s'agit d'une société actionnaire, la société la contrôlant au sens de l'article L 233-3, doit être soumise à l'autorisation préalable du conseil d'administration* ». Mais, par définition, l'actionnaire minoritaire ne siège pas dans les organes de gouvernance ; il doit donc compter sur la qualité de ces organes pour défendre ses intérêts (par exemple l'indépendance du conseil). En ce sens, une gouvernance efficace est de nature à protéger les actionnaires minoritaires, ce qui devrait inciter ces derniers à exiger une rente immédiate (dividendes) moins élevée *ceteris paribus*.

Quant aux créanciers financiers, ils vont chercher à s'approprier plus de valeur partenariale en exigeant un taux d'intérêt ajusté en fonction du risque. Dans le cas où la situation de la firme est risquée, ils peuvent influencer le dirigeant et le conseil d'administration en brandissant la menace de l'arrêt des financements.

En s'appuyant sur l'efficacité présumée d'une gouvernance "efficace", les créanciers financiers peuvent maîtriser le risque d'agence, et par conséquent devraient être prêts à contracter à un coût d'opportunité moindre. Le prêteur investit du capital financier, en général sur un horizon assez long (prêt à long et moyen terme) ; il sera sensible à une gouvernance efficace car cela développera sa confiance dans l'organisation et limitera le risque de comportement opportuniste des dirigeants/actionnaires. Le prêteur acceptera de contracter

moyennant une rémunération (taux d'intérêt) moindre. (Piot et Missonier-Piera, 2009) ont trouvé que la qualité de gouvernance entraîne un coût de la dette inférieur. (Bhojraj et Sengupta, 2003 ; Anderson et al., 2004 ; Pittman et Fortin, 2004) ont montré que la qualité de la gouvernance conduit à un coût de la dette inférieur et/ou un crédit rating meilleur (cité par Piot et Missonier-Pera, 2009, p.9).

En résumé, les créanciers financiers et les actionnaires minoritaires vont se retrouver dans un climat de confiance où les coûts d'agence sont réduits. Les conflits d'intérêts étant mieux arbitrés, ces parties prenantes vont contacter à des coûts moins élevés et par conséquent s'approprier moins de valeur partenariale, conformément à notre cadre d'analyse.

### **Conclusion de la section 3**

L'objectif de cette section est double. (1) Définir la gouvernance "efficace" comme l'ensemble des mécanismes réducteurs de risque/instigateurs de confiance pour la partie prenante et permettant de maintenir la viabilité de la coalition constituant la firme, et (2) présenter le cadre théorique de notre analyse. Une partie prenante contracte avec la firme selon une fonction d'utilité basée sur le couple rémunération/risque. Les contrats qui régissent les relations d'agence doivent prévoir d'une part, les modalités de rétribution (partage de la rente) et d'autre part, l'assomption des risques pour éviter ou diminuer les conflits d'intérêts.

Cette section nous a également permis de montrer que pour chaque partie prenante explicite, il existe deux types de risque : le risque informationnel et le risque d'agence. Pour les gérer, la partie prenante a trois leviers d'action : l'influence/implication directe, le pouvoir formel qui peut se traduire par une présence dans les instances de gouvernance et les mécanismes contractuels comme les garanties et/ou les clauses restrictives.

Il est possible d'envisager un cercle vertueux (synergie positive) si nous sommes en présence d'une gouvernance "efficace" ; cette dernière est alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante. Si une gouvernance "efficace" entraîne moins de risque d'expropriation et plus de confiance (notamment pour les apporteurs de ressources), alors la valeur actionnariale (performance financière) devrait s'en trouver améliorée. Un niveau plus élevé de performance organisationnelle conduit alors à une amélioration de la performance financière, ce qui offre la possibilité de réinvestir dans des actions socialement responsables (Waddock et Graves, 1997).

En présence de cette gouvernance efficace, une partie prenante est prête à contracter à un coût d'opportunité moindre pour la firme. En même temps, cette dernière a la possibilité de contracter à des prix (coûts) plus (moins) élevés. La conséquence de ces deux phénomènes est que la valeur appropriée par la firme s'en trouve accrue.

Notre cadre général d'analyse a été exposé. Il va nous permettre à présent de formuler nos hypothèses dans la section suivante.

## SECTION 4 : FORMULATION DES HYPOTHÈSES

---

Dans les premières sections de cette recherche, nous avons analysé le cadre théorique, en montrant les limites de la valeur actionnariale, les apports de la TPP et le rôle des mécanismes de gouvernance pour diminuer ou atténuer les conflits d'intérêts et réduire les coûts d'agence. L'objectif de cette section est de proposer une formulation de nos hypothèses, destinées à répondre à notre question de recherche : *quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale ?*

Notre étude se caractérise par un double volet. Le premier concerne la création de valeur partenariale et le second vise son appropriation par la firme et par les PPE. Nous présentons ici les hypothèses sur la création de la valeur partenariale (§1) et nous formulons les hypothèses sur l'appropriation de cette valeur par la firme et par les PPE (§2).

### 1. Volet 1 : mécanismes de gouvernance et création de valeur partenariale

Charreaux (1997) définit le gouvernement d'entreprise comme « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Nous retenons cette définition qui est centrée sur les dirigeants et place le gouvernement d'entreprise au centre des relations que l'entreprise entretient avec l'ensemble de ses partenaires. L'avantage de cette définition est qu'elle permet de prendre en compte des mécanismes de gouvernement d'entreprise aussi bien internes qu'externes et des mécanismes spontanés ou intentionnels. Cette définition, centrée sur le dirigeant, permet de dépasser la vision purement financière et place le dirigeant au cœur de la création de la valeur partenariale.

Pour faire face aux divergences d'intérêts, la théorie de l'agence indique que l'instauration de mécanismes de contrôle permet de stabiliser les relations et de minimiser les coûts d'agence. Dans une perspective disciplinaire et contractuelle, les mécanismes de gouvernance interviennent pour réduire les coûts d'agence et contribuent ainsi à augmenter la création de richesse.

En conséquence, les recherches se sont concentrées sur l'étude des structures qui maximisent la valeur<sup>19</sup> (Barnhart et Rosenstein, 1998 ; Byrd et al. 1998).

La théorie des parties prenantes, qui fonde l'hypothèse de l'influence des pratiques sociales, a suscité une abondante littérature (Freeman, 1984 ; Cornell et Shapiro, 1987 ; Ulmann, 1985 ; Clarkson, 1995 ; Donaldson et Preston, 1995). Cette hypothèse repose sur l'idée que les dirigeants qui satisfont l'ensemble des parties prenantes améliorent la performance financière (Freeman, 1984, Waddock et Graves, 1997). Les entreprises, qui réussissent à avoir de bonnes relations avec les parties prenantes, bénéficieront de flux de ressources plus importants et seront plus aptes à créer de la valeur que celles qui maintiennent de mauvaises relations (Jones, 2001). Les résultats de méta-analyses ont montré que le lien entre la performance sociale et la performance financière est positif dans plus de la moitié des cas (Allouche et Laroche, 2005, p.18). Il est alors possible d'envisager un cercle vertueux (synergie positive) si nous sommes en présence d'une gouvernance efficace ; cette dernière étant alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante. L'efficacité des mécanismes de gouvernance disciplinaire va de ce point de vue réduire le risque contractuel pour les PPE. Ceci donne la possibilité pour la firme de contracter à des prix (coûts) plus (moins) élevés et la rente organisationnelle s'en trouve accrue. Notre argumentation nous conduit donc à tester l'hypothèse suivante.

<b>H1 :</b> L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur la création de la valeur partenariale, <i>ceteris paribus</i> .
---

Nous retenons deux grandes familles de mécanismes de gouvernance disciplinaires. La première caractérise la gouvernance par des structures formelles/organisationnelles d'encadrement (indépendance des administrateurs, présence d'administrateurs salariés, taille du conseil, dualité, existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance). Le conseil est l'organe central de gouvernance, et son efficacité fait l'objet de très nombreux travaux et recommandations de bonnes pratiques. La deuxième famille caractérise la gouvernance par l'actionnariat avec les actionnaires institutionnels et les actionnaires salariés. La structure de propriété est un trait fondamental pour définir le statut de créancier résiduel de certaines parties prenantes, actionnaires minoritaires et salariés notamment.

---

<sup>19</sup> Ces études sont faites par rapport à la valeur actionnariale.

### **1.1. Efficacité du conseil d'administration**

Dans cette famille, les caractéristiques abordées sont l'indépendance des administrateurs, la présence d'administrateurs salariés, la taille du conseil, la dualité et l'existence de comité d'éthique et /ou de gouvernance.

Décrivons le rôle de chaque caractéristique et les associations prévues avec la performance.

#### **1.1.1. Caractéristiques du conseil d'administration ou de surveillance**

Le conseil d'administration a deux fonctions principales. La première consiste à surveiller les hauts dirigeants pour le compte des actionnaires et la deuxième vise à apporter des conseils, des avis et à participer à l'élaboration de la stratégie. Il est caractérisé par sa composition, sa taille et le partage des responsabilités de président du conseil et de directeur général. La composition du conseil s'intéresse aux compétences, âges, ancienneté et aux proportions d'administrateurs liés ou indépendants.

Pour Williamson (1985), le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions entre l'ensemble des partenaires au sein de la firme. Pour Charreaux (2000, p.10 et 12), le conseil d'administration « intervient (alors) comme un organe hiérarchique qui, outre son rôle d'arbitre dans le partage de la rente, doit encourager le travail en équipe. (...) il intervient pour protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, (et) contribue au processus d'innovation ».

- **L'indépendance du conseil**

#### **Analyse de la littérature**

Les administrateurs indépendants sont considérés comme des arbitres qui évaluent la performance des gestionnaires, déterminent leurs rémunérations et les remplacent au besoin (Buchholtz et al. 1998 ; Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Conyon et Peck, 1998 ; Core et al. 1999). Les administrateurs indépendants sont incités à engager une surveillance du dirigeant pour éviter des poursuites judiciaires de la part des actionnaires (Fama et Jensen, 1983) et protéger leur capital humain (Fama, 1980). Les administrateurs internes ont généralement une compréhension plus grande des opérations de l'entreprise. Ils peuvent donc augmenter l'efficacité du conseil d'administration et la précision de ses décisions (Yermak, 1996 ; Lang et al. 1999). Les administrateurs indépendants peuvent plus facilement assurer la fonction de surveillance et réduire la possibilité de connivence de cadres dirigeants. De ce fait, ils empêchent l'abus et améliorent la performance (Chiang et Chia, 2005). Andres et al. (2005) soulignent qu'une proportion élevée d'administrateurs externes indépendants au sein du



conseil doit aboutir à une meilleure performance de la firme du fait que ces administrateurs permettent de réduire les conflits d'intérêt et de garantir une gestion plus efficace.

Cependant, l'impact des administrateurs indépendants sur la performance financière est controversé. Conyon et Peck (1998) proposent que l'indépendance des administrateurs puisse être compromise s'ils sont nommés par le CEO ou s'ils étaient autrefois liés à l'entreprise. Agrawal et Knoeber (1996), Yermack (1996) et Klein (1998) notent une relation négative entre la présence d'administrateurs indépendants au conseil et la performance financière. Les méta-analyses de Dalton et al. (1998), Bhagat et Black (1999) et Hermalin et Weisbach (2003), concluent qu'il existe peu de preuves, du moins aux Etats-Unis, quant à une relation entre la performance financière et la composition du conseil. Pour André et Schiell (2004), la performance financière est positivement corrélée avec la proportion d'administrateurs indépendants au Canada.

### **Positionnement du débat en France**

Cette question des administrateurs indépendants est soulevée dès 1995 par le rapport Viénot I qui note que le débat est né aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne « en réaction à la surreprésentation, au sein des conseils de ces pays, de dirigeants exerçant des fonctions exécutives dans l'entreprise ». Dès lors, le rapport ne fait pas preuve d'un grand enthousiasme vis-à-vis des administrateurs indépendants. Il note ainsi que « la définition de l'administrateur indépendant ne l'oppose pas seulement aux directeurs généraux ou aux salariés de l'entreprise, mais également à tous ceux qui ont un intérêt particulier à leur relation avec celle-ci : actionnaires, fournisseurs, clients... ». Le rapport note que la présence d'administrateurs indépendants « répond à une attente du marché et est de nature à améliorer la qualité des délibérations et à garantir le respect des principes traditionnels ». La recommandation est donc sans conviction : « il est souhaitable que chaque conseil d'une société cotée comporte au moins deux administrateurs indépendants, étant entendu qu'il appartient à chaque conseil de rechercher l'équilibre optimal de sa composition. »

Le rapport Viénot II (1999) marque un tournant en ce qu'il fait des administrateurs indépendants une des clés de voûte des principes de bonne gouvernance, « élément essentiel de la garantie de la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des actionnaires dans les décisions de la société ». Les administrateurs indépendants doivent représenter « au moins un tiers du conseil d'administration ». On note que ce rapport ne fait pas référence, à la différence du rapport Viénot I, à l'intérêt social de l'entreprise, « finalité de la mission du conseil ». Il insiste sur l'intérêt des seuls actionnaires.

Le rapport Bouton (2002) va plus loin que les deux rapports Viénot. Après avoir noté qu'« on ne saurait trop insister sur la compétence et l'expérience qui sont les qualités premières des administrateurs », il formule néanmoins une recommandation sur la proportion requise d'administrateurs indépendants ; même si la qualité du conseil d'administration ne saurait se résumer en un pourcentage d'administrateurs indépendants, les administrateurs devant être avant tout compétents, actifs, présents et "impliqués". Le groupe de travail est convaincu de l'importance de la présence au sein du conseil d'administration d'une proportion significative d'administrateurs indépendants : « fixée à au moins un tiers » par le rapport Viénot II, elle devrait être rapidement portée à la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle ». Cette recommandation n'a pas précisé ce que le comité entend par "capital dispersé" et "actionnaires de contrôle". Malgré une définition stricte de la notion d'indépendance, le rapport Bouton laisse encore une certaine marge de manœuvre au conseil : « la qualification d'administrateur indépendant, fréquemment hétérogène aujourd'hui, devrait être revue chaque année par le conseil... ».

Le rapport de l'Institut Montaigne (2003) s'inscrit en totale opposition avec les trois rapports qui le précèdent. Ce rapport commence par constater qu'« à la suite des rapports Viénot et Bouton, une attention croissante a été portée à la notion d'administrateur indépendant ». Il note, non sans ironie, que le nombre d'administrateurs indépendants recommandé est en constante évolution, tout comme l'est la définition de l'administrateur indépendant. L'Institut estime pourtant que « la tentation de faire de l'administrateur indépendant l'élément essentiel du bon gouvernement des entreprises doit être écartée ». Il avance deux considérations : « la réalité de l'indépendance est difficile à apprécier », de même « le risque est grand que l'accent mis sur l'exigence d'indépendance n'éclipse d'autres impératifs, tels que la compétence et l'implication des administrateurs dans les travaux du conseil » (Courcelles, 2004)

Notre analyse de la littérature (Yermack, 1996 ; Lang, 1999 ; Chiang et Chia, 2005) nous conduit à postuler que les administrateurs indépendants ont un effet positif sur la performance organisationnelle.

<b>H1a</b> : L'indépendance du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale.
---

- **La présence d'administrateurs salariés**

### **Analyse de la littérature**

Jensen et Meckling (1979) estiment que la présence de salariés au conseil est une source d'inefficacité au même titre que les firmes autogérées, dans la mesure où l'horizon économique des salariés diffère de celui des investissements. Pour Desbrières (2002, p.267) : « *lorsque les salariés siègent au CA ou au CS, il n'est pas certain que l'information qu'ils vont y acquérir soit appréciée de manière adéquate par les salariés ou ne soit pas détournée, ou utilisée, de manière à influencer les transactions afin de satisfaire leurs propres intérêts ou ceux de l'ensemble des salariés, de la concurrence (...)* ». Dans ce cadre, l'auteur se réfère à Aoki (1984) et note que « *bien que soumis à des règles déontologiques et à une obligation de confidentialité, les administrateurs salariés peuvent très bien diffuser les informations relatives à la situation économique et financière de la firme afin d'alimenter les réflexions et négociations des syndicats en matière d'emploi, de rémunération, d'organisation du travail...* ». Poulain-Rehm (2006), en se référant à Desbrières (1997), précise que « *l'intégration dans le conseil d'administration d'employés élus peut atténuer la frontière existant entre la négociation collective et le management participatif* ».

La participation au conseil permet également l'accélération du processus d'innovation et l'augmentation de la qualité (Smith, 1991 ; Blair et Roe, 1999). La représentation des salariés au conseil leur permet de partager des informations importantes (Aoki, 1984 ; Williamson, 1985). Smith (1991) estime que la participation des salariés au conseil permet de réduire l'asymétrie d'information, ce qui contraindrait les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes.

### **Positionnement du débat en France**

Comme nous l'avons déjà mentionné à la section 3, l'arsenal juridique joue en faveur des salariés. La loi relative à la représentation obligatoire de ces derniers (2006) stipule que le conseil (d'administration ou de surveillance), doit comprendre deux membres représentant les salariés et un membre représentant les salariés actionnaires, s'il compte moins de 15 administrateurs ; dans le cas contraire, trois membres représentant les salariés et un membre représentant les salariés actionnaires.

L'étude empirique de Guedri et Hollandts (2008b), sur un échantillon de 152 entreprises françaises, a montré l'effet néfaste de la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration sur la performance financière, et ce quelle que soit l'origine de l'administrateur, actionnaire salarié, syndicaliste ou représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés. Les avantages avancés par les différents auteurs, de la participation

des salariés au conseil ont été affermis par l'étude de l'Institut Français des Administrateurs (IFA, 2006)<sup>20</sup>. Cette étude a montré une contribution et une valeur ajoutée reconnue aux administrateurs salariés. Les principaux avantages reconnus à cette présence sont la représentativité du capital humain au sein des débats du conseil (48%)<sup>21</sup>, une meilleure information des salariés sur les choix stratégiques (45%), et une meilleure prise en compte des réalités concrètes de l'entreprise par le conseil d'administration (35%). A l'issue de cette étude, Daniel Lebègue, président de l'IFA a conclu que « (...) les avantages de la présence d'administrateurs représentant les salariés en tant que tels et/ou en leur qualité d'actionnaires l'emportaient sans conteste sur les risques : par leur connaissance des réalités de l'entreprise, leur engagement à long terme, l'attention portée à l'importance du capital humain, leur diversité d'origine et de formation, les administrateurs salariés contribuent le plus souvent à enrichir le travail du conseil d'administration. »<sup>22</sup>

Nous avons vu que la représentation des salariés au conseil a des avantages et des limites sur la performance financière, dans le cadre de notre étude, nous considérons qu'elle a des avantages.

**H1b :** La participation des salariés au conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale.

- **La taille du conseil**

### **Analyse de la littérature**

Le nombre optimal d'administrateurs est un dilemme pour les entreprises. Jensen (1983) pense qu'un conseil de grande taille est moins efficace que celui de petite taille car il favorise la domination et l'élargissement du pouvoir discrétionnaire des dirigeants. L'efficacité est réduite si le nombre est trop grand parce que les accords sur les décisions deviennent difficiles. Cependant, la précision de la prise de décisions est également réduite si le nombre d'administrateurs est trop petit ; la discussion des questions posées sera limitée par manque de compétences. Pour Herman (1981), de la taille élevée du conseil résulte des conseils fragmentés qui ont du mal à fonctionner efficacement. Les évaluations des administrateurs sont plus facilement manipulées quand le conseil est de grande taille (Mintzberg, 1983). Selon Lipton et Lorsch (1992) « bien que la capacité de contrôle du conseil d'administration

<sup>20</sup> Cette étude publiée en février 2006, est disponible sur [www.ifa-asso.com/actualites](http://www.ifa-asso.com/actualites)

<sup>21</sup> C'est le pourcentage des administrateurs interrogés. L'échantillon est constitué de 165 administrateurs.

<sup>22</sup> Brochure produite par l'IFA (février 2006), les administrateurs salariés : un atout pour la gouvernance des entreprises françaises, P.2

augmente avec le nombre d'administrateurs, l'avantage peut être compensé par le coût de la communication et de la prise de décision associée à la taille importante de ce conseil ». Ultérieurement, plusieurs études (Eisenberg et Wells, 1998; Yermack, 1996 ; John et Senbet, 1998 ; Core et al., 1999 ; Mak et Yuanto, 2002) ont confirmé l'argument de Lipton et Lorsch (1992). Les plus grands conseils sont les moins efficaces (Yermack, 1996 ; Bhagat et Black, 2002).

Andres et al. (2005) ont analysé l'effet de la taille du conseil et sa composition sur la valeur de l'entreprise. A partir d'un échantillon de 450 entreprises de dix pays de l'ouest de l'Europe et du nord de l'Amérique, ils ont montré une relation négative entre la valeur de la firme et la taille du conseil. Ils rejoignent ainsi les travaux antérieurs qui ne sont pas en faveur de larges conseils. Guest (2009) a étudié le lien entre la taille du conseil d'administration et la performance de 2747 firmes du Royaume-Uni pour la période 1981-2002. L'auteur montre un impact négatif de la taille du conseil sur la performance de la firme.

Pearce et Zahra (1992) plaident quant à eux pour un conseil élargi. Pour eux, le conseil d'administration est un moyen de se procurer les expériences et les connaissances nécessaires à la bonne gestion de la diversification. Les entreprises qui poursuivent une stratégie de diversification devraient avoir de plus grands conseils. L'étude de Dalton, Daily, Johnson et Ellstrand (1999) est également en faveur de conseils élargis.

Enfin, plusieurs études ne trouvent aucune relation significative entre la taille du conseil et la performance (Pichard-Stamford, 1988 ; Barnhart, Marr et Rosenstein, 1994; Godard, 2002; Beiner et al., 2003; Bonn et al, 2004; Wintoki, 2007).

### **Débat en contexte français**

La loi de juillet 1966, modifiée en 2001 par la loi NRE, prévoit que le conseil d'administration peut être composé de 3 à 18 membres. Les rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002) n'ont fourni aucune précision sur ce point.

Le nombre d'administrateurs dans les entreprises françaises a évolué entre 1987 et 2005. Dans l'étude de Charreaux et Pitol-Belin (1987), la taille du conseil est égale ou supérieure à 12 membres dans moins de 30% des sociétés étudiées. Par contre, dans l'étude de Godard et Schatt (2005a), plus de 45% des sociétés disposent d'un conseil comprenant au moins 12 membres<sup>23</sup>. Godard (2002) ne trouve pas d'effet significatif de la taille du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises.

---

<sup>23</sup> La principale explication de cette évolution réside dans la nomination de nouveaux administrateurs indépendants. Ils sont venus compléter les conseils et ne se substituent pas à des membres siégeant déjà dans les conseils.

En résumé, toutes ces études ont été faites en premier lieu par rapport à la performance financière. A notre connaissance, aucune étude n'a investigué la relation entre la taille du conseil et la performance partenariale. Un conseil de grande taille peut, certes, réduire l'incertitude grâce aux connaissances multiples des différents administrateurs. Cependant, un nombre élevé d'administrateurs peut conduire à un problème de communication et de coordination ; et par conséquent des conflits d'intérêts peuvent apparaître d'où la difficulté à d'aboutir à un consensus. Un conseil de petite taille permet, par contre, de mieux contrôler le dirigeant ; de plus, les administrateurs ont plus de temps et de liberté pour s'exprimer. Néanmoins, un conseil de trop petite taille ne serait pas efficace puisqu'il sera dominé par le dirigeant et sera caractérisé par peu d'échanges d'informations. La littérature sur la taille du conseil est controversée, il n'y a pas de conclusion concluante sur sa capacité à discipliner. Notre hypothèse peut être formulée de la façon suivante.

<b>H1c :</b> La taille du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale.
--

- **Dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général**

#### **Analyse de la littérature**

Dans la mesure où la fonction du conseil d'administration est de nommer, de rémunérer et de révoquer le dirigeant, la présence de ce dernier à la présidence du conseil est de nature à accorder un rôle influent au dirigeant (Mizruchi, 1983), à entraver le bon fonctionnement du conseil et à remettre en cause son indépendance (Jensen, 1993 ; Fama et Jensen, 1983).

Fama et Jensen (1983b) montrent que les coûts d'agence des grandes entreprises peuvent être réduits par des mécanismes institutionnels qui séparent la décision de contrôle. Selon ces deux auteurs les fonctions de président du conseil et de dirigeant doivent être séparées. Plusieurs études empiriques (Rechner et Dalton, 1991 ; Pi et Timme, 1993 ; Core et al, 1999) ont démontré que le cumul des fonctions a un effet négatif sur la performance financière. Si le président du conseil d'administration est le DG, la fonction de surveillance est diminuée à cause de ce manque d'indépendance (Patton et Baker, 1987). Ainsi, cette forte concentration du pouvoir aide à l'instauration d'un climat favorable au développement d'un comportement opportuniste du dirigeant et aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Le cumul des fonctions de direction générale et de président du conseil est considéré comme étant source de conflits d'intérêts du point de vue de la théorie de l'agence. Cependant,

Anderson et Antony (1986) soutiennent que la performance peut être améliorée en cas de cumul des fonctions. Brickley et al (1997) soulignent que la séparation de ces fonctions peut également engendrer de nouveaux coûts liés au contrôle du comportement du nouveau président du conseil et des coûts d'informations. Ils concluent donc que le cumul des deux fonctions est bénéfique et est généralement conforme aux intérêts des actionnaires pour les grandes entreprises américaines.

### **Débat en contexte français**

Le rapport Viénot I rejette toute idée de dissociation, louant un système français « offrant la possibilité de choisir la structure duale du directoire et du conseil de surveillance » : « la dissociation a sans doute des mérites là où les administrateurs exerçant des fonctions exécutives dans l'entreprise, peuvent constituer une fraction importante voire prépondérante du conseil. Tel n'est pas le cas en France où la loi limite strictement leur nombre et où le nombre maximum autorisé de directeurs généraux est d'ailleurs rarement atteint en pratique ». Et ce rapport conclut que « gestion et contrôle de la gestion forment un tout. Au conseil de se constituer et de s'organiser de manière à exercer avec diligence l'ensemble de ses missions ».

Le rapport Viénot II marque une évolution significative sur la question. En consacrant sa première partie, il note que le choix entre les structures n'est pas effectif en France par manque de flexibilité de la loi et par manque d'attrait de la formule à conseil de surveillance : « l'introduction en droit français d'une grande flexibilité dans la formule unitaire à conseil d'administration est particulièrement souhaitable et il y a lieu d'offrir au conseil des sociétés un choix ouvert entre le cumul ou la dissociation des fonctions de président et de directeur général. Aujourd'hui, la loi impose uniformément le cumul des fonctions sur la tête du président-directeur général et ne permet pas d'y déroger. La seule alternative, étant le passage à la structure du conseil de surveillance et du directoire qui n'est pas exempte d'un certain nombre de rigidités et de lourdeurs ».

En mai 2001, la loi sur les nouvelles régulations économiques introduit le choix pour les sociétés à conseil d'administration entre la dissociation des fonctions de président et de directeur général d'une part, et le maintien de la formule de cumul de ces fonctions d'autre part. L'article 225-51 stipule ainsi que « la direction générale de la société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration soit par une autre personne physique nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général. Dans les conditions définies par les statuts, le conseil d'administration choisit entre les deux modalités d'exercice de la direction générale visée au premier alinéa. Les actionnaires et les tiers sont informés de ce choix dans des conditions définies par décret en conseil d'Etat ». Ce

sont donc trois formules qui s'offrent désormais aux sociétés anonymes françaises : celle du directoire et conseil de surveillance, celle du conseil d'administration avec dissociation et celle du conseil d'administration sans dissociation.

Le rapport Bouton de 2002 se félicite de cette évolution et note que cette diversité de formules d'organisation des pouvoirs de direction et de contrôle « doit permettre aux actionnaires et aux dirigeants de chaque société cotée de rechercher celle d'entre elles qui correspond de la manière la plus appropriée aux caractéristiques de la société et aux circonstances de son développement. »

Le rapport de la société Montaigne, publié en mars 2003, semble prendre partie pour le non cumul des fonctions, notant que « le cumul des fonctions peut être dommageable lorsque le président-directeur général exerce une autorité sans partage sur le conseil (...). S'il n'est souhaitable de dicter aux entreprises leur choix en la matière, le cumul des fonctions de président et de directeur général d'une entreprise cotée, internationale et de taille importante, devrait au minimum être justifié » (Courcelles, 2004, p.7 et 8).

Pour Godard et Schatt (2005a), il n'est pas évident que le cumul des fonctions s'avère satisfaisant pour les investisseurs en raison des nouveaux coûts d'agence entraînés par une séparation des deux fonctions. Godard et Schatt (2000) avaient à ce titre confirmé que les résultats des études empiriques portant sur l'impact du cumul des fonctions sur la performance financière des entreprises ne permettaient pas de confirmer la supériorité d'une structure sur l'autre.

En résumé, sur le plan théorique, le cumul des fonctions renforce la position de dirigeant et crée des coûts d'agence supplémentaires. Cependant la dissociation des fonctions est vivement conseillée par de nombreux experts du gouvernement d'entreprise pour veiller efficacement aux intérêts des actionnaires minoritaires et les codes de bonne gouvernance recommandent le non cumul. Nous émettons ainsi l'hypothèse suivante.

<b>H1d :</b> La dissociation des fonctions de président et de directeur général a un effet positif sur la création de valeur partenariale.
--



### 1.1.2. Les comités spécialisés

Les recommandations au sujet de dissociation des fonctions du président et de directeur général du conseil sont explicitement reliées à l'objectif d'une réduction d'un ensemble de conflits d'intérêts identifiés a priori, comme celui opposant le dirigeant aux actionnaires, voire les actionnaires majoritaires et le dirigeant aux actionnaires minoritaires. C'est cette même logique qui sous-entend la recommandation de mettre en place un certain nombre de comités au sein du conseil d'administration. Depuis 2002, les codes de bonne gouvernance ont exigé les entreprises cotées, qu'elles aient des comités d'audit ou des comptes, de rémunération et de nomination des dirigeants, et d'éthique et/ou de gouvernance. Klein (1995) considère que la création des comités spécialisés au sein du conseil pourrait améliorer son efficacité.

L'étude réalisée par Ernst & Young (2011), dans la neuvième édition du panorama des pratiques de gouvernance des sociétés françaises cotées, montre que le comité d'audit<sup>24</sup> ainsi que le comité de rémunération<sup>25</sup> sont présents à 100 %, le comité de nomination à 97 %. Par contre, le comité d'éthique et/ou de gouvernance n'est présent qu'à 27 %, dans l'échantillon étudié. D'après la même étude, ce comité est présent à 60 % au Royaume-Uni.

Les comités (d'audit, de rémunération et de nomination) dont la création a été généralisée -sont présents presque à 100 %- n'offrent pas de variance suffisante pour être inclus dans le modèle. Nous avons retenu le comité d'éthique et/ou de gouvernance parce que notre travail est réalisé dans le cadre partenarial où l'éthique est très importante. Ce comité a pour rôle de promouvoir les meilleures pratiques de gouvernance et d'éthique. Il s'intéresse principalement aux règles et aux pratiques de gouvernance, aux questions relatives à la déontologie, à l'éthique, à la composition du conseil, et de ses comités, et aux relations entre les parties prenantes.

Nous considérons alors que la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance est favorable à la création de valeur partenariale.

**H1e :** La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance a un effet positif sur la création de valeur partenariale.

---

<sup>24</sup> La 8<sup>ème</sup> directive Européenne (2006) a rendu le comité d'audit obligatoire en Europe à compter de juin 2008. Le rôle du comité d'audit est important pour les parties prenantes qui utilisent les états financiers, à savoir actionnaires (minoritaires) et créanciers financiers.

<sup>25</sup> Le comité de rémunération joue un rôle clé pour prévenir l'appropriation abusive de ressources par le dirigeant.

## 1.2. Structure d'actionnariat

Dans notre cadre d'analyse, il y a une confusion entre dirigeant, firme et actionnaire majoritaire. La structure de propriété est un trait fondamental pour caractériser le statut de créancier résiduel de certaines parties prenantes, actionnaires minoritaires et salariés notamment. Par conséquent, « la structure de propriété est un élément important de la gouvernance » (Denis et McConnell, 2003, p.2).

Les actionnaires institutionnels, compte tenu de leur activisme, semblent jouer un rôle important dans la gouvernance des entreprises (Sundaramurthy, 2000 ; Yan et al. 2008) puisqu'ils disposent de différents moyens pour contrôler et surveiller les dirigeants.

D'après le rapport de la huitième rencontre européenne de l'actionnariat salarié publié en mai 2009, la France occupe la première place en matière d'actionnariat salarié<sup>26</sup>, elle se trouve, d'après la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié (FEAS 2009), en haut du classement avec 75 % des grandes entreprises ayant un actionnariat salarié « significatif », comparé à 53,9 % pour l'Europe dans son ensemble. L'actionnariat salarié semble favoriser l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des autres parties prenantes (Pugh et al, 1999 ; Gamble, 2000). Desbrières (2002) estime que l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence.

- **Actionnaires institutionnels**

Les actionnaires institutionnels possèdent des moyens et des ressources privilégiés qui en font des acteurs actifs dans le contrôle de la gestion des entreprises (Agrawal et Mandelker, 1992). Les actifs financiers détenus par ces derniers ont plus que doublé au Canada et plus que triplé au Royaume Uni et aux Etats-Unis entre 1990 et 2006<sup>27</sup>. Le poids et le rôle de ces actionnaires au sein des entreprises françaises se sont accrus au fil du temps (Dadour, 2009).

Sur le plan théorique, l'influence des actionnaires institutionnels, sur la gouvernance des entreprises et leur performance, est ambiguë (Macintosh et Schwartz, 1995). La question est alors de savoir si la présence d'actionnaires institutionnels améliore la gouvernance de façon à atténuer le risque d'expropriation ou améliorer la performance. Plusieurs études ont montré une relation positive entre actionnariat institutionnel et création de valeur actionnariale aux Etats-Unis, notamment Gompers, Ishii et Metrick (2003), Brown et Caylor (2004) et Bebchuk

---

<sup>26</sup> En juin 2011, lors de l'assemblée générale, les salariés actionnaires de France Télécom se sont vivement opposés au versement de 3,7 milliards d'euros de dividendes.

<sup>27</sup> OCDE, annuaire statistique, investisseurs institutionnels, 2008.

et al. (2004). Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2004), Beiner, Drobetz, Schnid et Zimmermann (2004) et Klapper et Love (2004) arrivent à la même conclusion respectivement en Allemagne, en Suède et dans des pays dont les marchés financiers sont émergents.

Mais l'étude de Faccio et Lasfer (2000) a montré que les investisseurs institutionnels et en particulier les fonds de pension n'ont aucun impact sur la performance boursière mesurée par le Q de Tobin.

En France, les études de Demargny (1994), Djelassi (1996), Mtanios et Paquerot (1999) et Elyasiani et al. (2010), ont abordé la relation entre l'actionnariat des institutionnels et la performance financière. Ces auteurs ont conclu que cet actionnariat a un effet positif sur la performance de l'entreprise. A notre connaissance, il n'y a pas d'études sur la relation entre cet actionnariat et la performance partenariale. Nous espérons y contribuer en examinant cette relation.

La propriété institutionnelle permettrait d'atténuer les coûts d'agence associés à l'enracinement des dirigeants (Varma, 2001) et contribuerait à accroître la qualité des informations financières divulguées par les entreprises (Chung, Firth et Kim, 2002).

Dans notre cadre d'analyse, nous avons un postulat du cercle vertueux. En présence d'une gouvernance efficace, il y a moins de risque d'expropriation et plus de confiance. La performance actionnariale devrait donc s'en trouver améliorée ; un niveau plus élevé de performance organisationnelle conduirait alors à une amélioration de la performance financière.

Nous considérons que la présence d'actionnaires institutionnels est favorable à la création de valeur partenariale.

<b>H1f</b> : L'actionnariat institutionnel a un effet positif sur la création de valeur partenariale.
---

- **Actionnaires salariés**

La légitimité des salariés et des actionnaires salariés dans le gouvernement d'entreprise soulève plusieurs débats. L'ensemble des théories économiques est défavorable, au nom de l'efficacité, à la présence des salariés au sein du système de gouvernement d'entreprise (Brillet et d'Arcimoles, 2002, P.115), notamment pour des raisons d'augmentation des coûts de contrôle. Blair (1997) propose de rémunérer le risque, pour le salarié, grâce à l'actionnariat salarié. Poulain-Rehm (2006) note que le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance est susceptible de s'exercer à un double niveau : de manière formelle, par la participation des

salariés actionnaires au conseil d'administration ou de surveillance ; de manière informelle, aussi, par l'instauration d'un régime de confiance. Aoki (1984) et Williamson (1985) notent que la représentation des salariés leur permet de partager des informations importantes, en particulier dans le domaine de l'organisation du travail et de la négociation collective.

La relation entre l'actionnariat salarié et la performance financière est contrastée. Les études concernant cette relation peuvent être classées en quatre catégories. La première conclut à l'existence d'un lien négatif et significatif, la deuxième à l'absence de lien entre actionnariat salarié et performance, la troisième conclut à l'existence d'un lien positif et significatif, et la quatrième à une relation curvilinéaire. Les études consacrées à l'impact de l'actionnariat salarié sur la performance financière sont résumées dans le tableau suivant.

**Tableau 8 : Synthèse des études sur la relation entre l'actionnariat salarié et la performance financière**

Sens de la relation	Références
<b>Négative (7)</b>	Livingston et Henry [1980], Gordon et Pound [1990], Chang et Mayers [1992], Beatty [1995], Park et Song [1995], Blasi et al. [1996], Faleye, Morck et Mehrotra [2006].
<b>Neutre (7)</b>	GAO [1987], Chaplinsky et Niehaus [1994], Borstadt et Zwirlein [1995], Blasi et al [1996], Lougee [1999], Trébucq [2002], Poulain-Rehm [2006].
<b>Positive (23)</b>	Conte et Tannenbaum [1978], Marsh et Mc Allister [1981], Fitzroy et Kraft [1987], Chang [1990], Oswald et Jahera [1991], Dondi [1992], Vaughan-Whitehead [1992], Kumbhakar et Dunbar [1993], Davidson et Worell [1994], Beatty [1995], Park et Song [1995], Mehran [1999], Welbourne et Cyr [1999], Kruse et Blasi [1999], Iqbal et Hamid [2000], Blair et al [2000], Sesil et al [2001], Kruse [2002], Trébucq et d'Acrimoles [2002], Park et al [2004], Ablkefi [2006], Brent [2008], Kramer [2008]
<b>Curvilinéaire (2)</b>	Dondi [1992], Guedri et Hollandts [2008a]

**Source :** Thèse Hollandts (2007) et complété par notre propre revue de la littérature.

La majorité des études montrent qu'il y a un lien positif entre l'actionnariat salarié et la performance financière. En se basant sur la théorie de l'agence, Desbrières (2002) estime que l'actionnariat salarié permettrait de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés à ceux des actionnaires. Mais toutes ces études ont été faites par rapport à la performance financière. Tous ces arguments ne font que présumer un effet positif de l'actionnariat salarié sur la création de valeur partenariale.

**H1g :** L'actionnariat salarié a un effet positif sur la création de valeur partenariale.

## 2. Volet 2 : Mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale

Pour Brandenburger et Stuart (1996), la composante non répartie de la valeur partenariale représente la part que s'approprie la firme (*Firm's share*) et constitue de fait un *slack* en attente d'affectation à disposition du dirigeant, pouvant constituer une mesure de l'attitude managériale. Ce *slack* permet d'arbitrer plus aisément entre les exigences des différentes parties prenantes. L'objectif pour les dirigeants est désormais défini en termes d'appropriation maximale de valeur pour la firme (Brandenburger et Stuart, p.20, *maximal value appropriation*). Si l'objectif des dirigeants de la firme est de s'approprier le maximum de valeur, quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur cette appropriation ? Nous abordons cette question dans un cadre théorique d'agence généralisé, dont les grands principes sont les suivants :

- chaque partie prenante explicite contracte avec la firme selon certaines modalités (conditions, durée de la relation contractuelle, modalité de rupture etc.),
- les parties prenantes explicites peuvent avoir des fonctions d'utilité divergentes d'où la naissance de conflits d'intérêts et d'une relation d'agence avec la firme,
- ces relations d'agence doivent être régulées, d'où l'émergence de mécanismes incitatifs (rémunération de l'agent) et de mécanismes de contrôle (mécanismes internes et externes de gouvernance).

L'objectif est alors de formuler des hypothèses quant aux effets de la qualité des mécanismes de gouvernance sur la manière dont les parties prenantes explicites maximisent (ou satisfont) leur utilité.

D'une manière générale, une partie prenante maximise son utilité en trouvant un équilibre entre sa rémunération immédiate (pourcentage de la rente organisationnelle qu'elle s'approprie) et sa prise de risque au travers de la relation contractuelle (incomplétude des contrats). La gouvernance est alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante : une gouvernance efficace entraîne moins de risque d'expropriation et plus de confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre au profit d'une collaboration plus fructueuse dans la durée. Cette relation est conditionnée par l'aversion au risque de la partie prenante et par l'investissement qu'elle réalise dans la relation contractuelle.

Le salarié, par exemple, investit du capital humain, sur un horizon en général long, dans le cas normal d'un CDI. Si une gouvernance efficace (représentation au conseil, actionnariat salarié...) développe sa confiance dans l'organisation, alors cela peut réduire le risque d'une

rupture abusive du contrat de travail. Il sera alors prêt à signer un contrat de travail avec une rémunération moindre, donc une appropriation de valeur plus limitée. Les mécanismes de gouvernance disciplinaire évitent ou réduisent les conflits d'intérêt et la PPE est alors prête à contracter à un coût d'opportunité moindre pour la firme. Il y a un effet modérateur des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la rente organisationnelle par la firme. De ce qui précède, nous émettons l'hypothèse suivante.

**H2 :** L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

Dans notre cadre général d'analyse, nous allons dans un premier temps tester le rôle de chacun des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2a :** L'indépendance du conseil a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2b :** La présence d'administrateurs salariés a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2c :** La taille du conseil a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2d :** La dissociation des fonctions de président et de directeur général a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2e :** La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2f :** L'actionnariat institutionnel a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H2g :** L'actionnariat salarié a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

Puis, dans un second temps, nous allons nous intéresser au pourcentage de la valeur partenariale que s'approprie chaque partie prenante explicite, et identifier les mécanismes de gouvernance qui influencent cette appropriation de valeur partenariale. Cette étude présente un intérêt double :

- sur le plan managérial, pour identifier les mécanismes sur lesquels le dirigeant peut s'appuyer dans ses négociations avec les différentes PPE,
- sur le plan théorique, pour apprécier le rôle de la gouvernance au cas par cas et mieux départager entre (1) mécanisme réducteur de risque ou (2) levier de pouvoir pour la partie prenante.

**H3 :** L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés.

**H4 :** L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les clients.

**H5 :** L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs.

**H6 :** L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers.

**H7 :** L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires.

### **Conclusion Section 4**

L'objectif de cette section était de fixer les mécanismes de gouvernance et de formuler nos hypothèses. Dans une perspective disciplinaire et contractuelle, les mécanismes de gouvernance interviennent pour réduire les coûts d'agence et contribuent ainsi à augmenter la création de richesse. Pour mener notre étude, nous avons retenu deux familles de mécanismes de gouvernance. La première caractérise la gouvernance par des structures formelles/organisationnelles d'encadrement (indépendance des administrateurs, présence d'administrateurs salariés, taille du conseil, dualité, existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance). Le conseil est l'organe central de gouvernance, et son efficacité fait l'objet de très nombreux travaux et recommandations de bonnes pratiques. Pour Williamson (1985), le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions entre l'ensemble des partenaires au sein de la firme

La deuxième famille caractérise la gouvernance par l'actionnariat avec les actionnaires institutionnels et les actionnaires salariés. La structure de propriété est un trait fondamental pour caractériser le statut de créancier résiduel de certaines parties prenantes, actionnaires minoritaires et salariés notamment.

Une analyse de revue de la littérature de chacun des mécanismes de gouvernance ainsi qu'un tour d'horizon de positionnement du débat en France a été fait dans cette section.

Cette section nous a également permis de formuler nos hypothèses en deux volets. Le premier vise la création de valeur : nous mesurons l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur partenariale (hypothèses H1 et H1a à H1g). Le deuxième volet concerne l'appropriation de la valeur partenariale : il consiste à tester l'impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme (hypothèse H2) ainsi que son appropriation par les parties prenantes explicites (hypothèses H3 à H7).



## CONCLUSION DU CHAPITRE 2

---

Notre objectif dans ce chapitre, était de proposer à partir d'un cadre théorique un modèle explicatif de la création et de l'appropriation de la valeur partenariale. Dans cette optique, les apports de la théorie des parties prenantes ont été présentés, dans un premier temps. Ce travail nous a permis de cartographier les parties prenantes explicites, à savoir les actionnaires, les créanciers financiers, les salariés, les clients et les fournisseurs. Il nous a également permis de faire une déclinaison des relations d'agence entre la firme et les différentes parties prenantes explicites en recensant le risque et les moyens de le réduire pour chaque partie prenante.

Un examen de l'appropriation de la valeur partenariale par chacune des parties prenantes explicites a été opéré dans un second temps. Ainsi, le rôle des mécanismes de gouvernance est venu compléter notre analyse en contribuant au développement des hypothèses relatives à l'appropriation de la valeur partenariale.

D'une manière générale, une partie prenante maximise son utilité en trouvant un équilibre entre (1) sa rémunération immédiate et (2) sa prise de risque. En effet, en présence d'une gouvernance "efficace", il est possible d'envisager un cercle vertueux. Cette dernière est alors un Mécanisme Réducteur de Risque (MRR)/instigateur de confiance pour la partie prenante.

Pour mener notre étude, nous avons retenu deux familles de mécanismes de gouvernance. Nous prenons en considération tout d'abord l'efficacité du conseil, au regard du code de gouvernance du Medef de 2010 avec comme critères les administrateurs indépendants, les administrateurs salariés, la taille du conseil, la dualité et l'existence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Ensuite nous tenons compte de la structure de l'actionnariat caractérisée par les actionnaires institutionnels et l'actionnariat salarié.

Nous avons construit un cadre d'analyse de création et de répartition de la valeur partenariale. Dans ce cadre, une gouvernance "efficace" diminue le risque d'expropriation et renforce la confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre, au profit d'une collaboration plus fructueuse dans la durée. La discipline managériale associée

aux mécanismes de gouvernance devrait entraîner une réduction et/ou un meilleur contrôle du risque supporté par la PPE dans sa relation contractuelle avec la firme. Si c'est bien le cas, alors le mécanisme en question est qualifié de Mécanisme Réducteur de Risque (MRR) ; il incite la PEE à contracter à un prix d'opportunité plus faible, d'où un coût plus avantageux pour la firme en termes d'accès aux ressources (ou un prix de vente plus élevé dans la relation avec les clients). En somme, la firme va s'approprier davantage de valeur partenariale, au détriment de la PEE. En revanche, si le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'agit d'un Mécanisme Levier de Pouvoir (MLP). La partie prenante s'approprie alors plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

Les hypothèses en résultant portent d'une part, sur la création de la valeur partenariale (H1 et H1a à H1g) puis, d'autre part, sur l'appropriation de cette valeur partenariale par la firme (H2) et par les parties prenantes explicites (H3 à H7).

## CONCLUSION DE LA PARTIE 1

---

L'objectif de cette première partie consistait à travers la littérature sur la gouvernance et les parties prenantes à montrer que des mécanismes de gouvernance peuvent jouer un rôle dans la création et la répartition de la valeur.

Pour ce faire, nous avons, dans un premier temps, présenté la gouvernance actionnariale qui trouve ses racines dans la théorie de l'agence où la performance financière, mesurée par la valeur actionnariale, est la rente perçue par les actionnaires. Ces derniers étant les seuls créanciers résiduels, il n'y a pas de conflits sur la répartition de cette rente. C'est cette absence de conflits qui justifie l'assimilation entre la création de valeur et sa répartition.

Dans un deuxième temps, nous avons montré que la théorie des parties prenantes part du principe que la relation d'agence actionnaires/dirigeant doit s'élargir aux autres parties prenantes et qu'il faut abandonner l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires. La gouvernance partenariale, où la performance organisationnelle, mesurée par la valeur partenariale est la rente globale créée par la firme en relation avec les différentes parties prenantes. Cette gouvernance va soulever le problème de l'appropriation de la valeur partenariale. Tirant ses fondements de la théorie disciplinaire de gouvernance et de la théorie des parties prenantes, elle postule qu'en présence des conflits d'agence et d'opportunisme managérial, des mécanismes de gouvernance au cœur des relations poussent les parties prenantes à contracter à des prix (coûts) plus (moins) élevés.

Le croisement des théories mobilisées et de notre cadre général d'analyse fondé sur le couple (rétribution/risque) a alors conduit à la formulation des hypothèses quant à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale. Les hypothèses seront testées dans la deuxième partie de ce travail doctoral.

---

## **PARTIE 2 : IMPACT DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA CRÉATION ET LA RÉPARTITION DE LA VALEUR PARTENARIALE-ÉTUDE EMPIRIQUE**

---

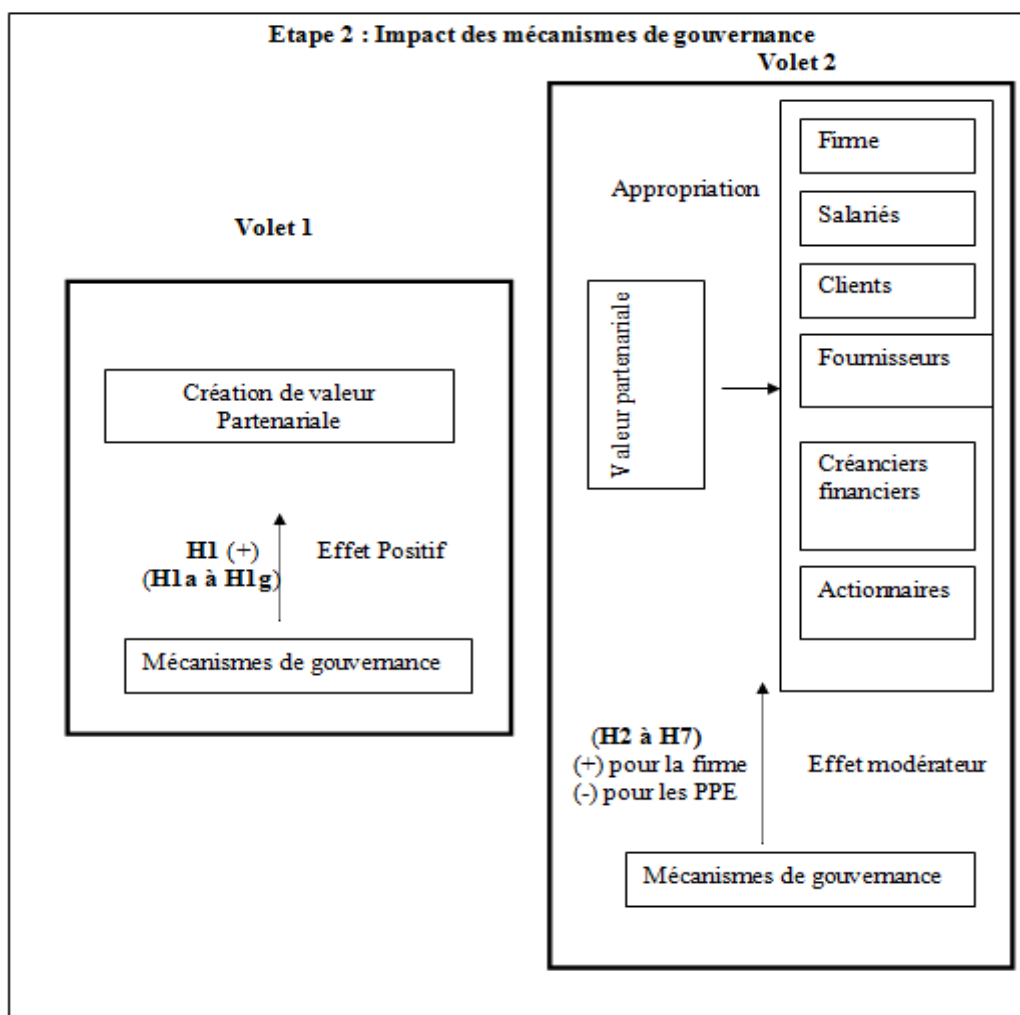
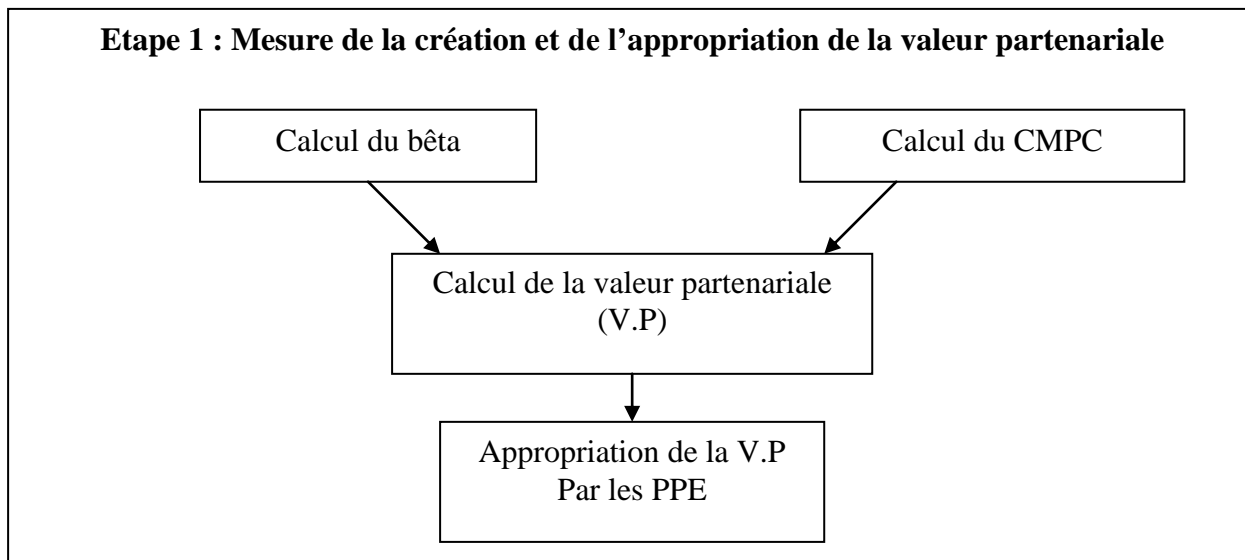
La première partie de ce travail doctoral nous a permis de poser le cadre conceptuel de recherche ; la seconde partie consiste en une étude empirique en deux étapes. Dans la première, nous mettons en oeuvre notre modèle de mesure de la valeur partenariale et de son appropriation par les parties prenantes explicites. L'objectif de cette phase est de mettre en place une base « *benchmark* » pour calculer la valeur partenariale et son appropriation par les parties prenantes explicites. Notre modèle sera mis en oeuvre sur un échantillon réparti en huit secteurs d'activités : Bâtiment et matériaux de construction, Equipements électroniques électriques, Agro-alimentaire, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie, Médias, Services logiciels & informatiques et Technologie matériel équipement. La question est de savoir, quelle frontière de *benchmarking* utiliser pour mesurer les rentes ? Le fait est que les firmes françaises cotées sont pour la plupart des groupes internationaux voire des multinationales. Dans ce cas, il faut les replacer dans un environnement concurrentiel à cette mesure. Nous avons opté pour une approche sur l'Espace Economique Européen (les 27 pays de l'Union Européenne, plus la Suisse et la Norvège).

Notre deuxième étape sera consacrée à mesurer l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale dans le contexte des sociétés françaises cotées. Cette étape a pour objectif de tester nos hypothèses de recherche. Nous testons les hypothèses relatives à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de la valeur partenariale, d'une part, et sur l'appropriation de cette valeur par la firme et par les PPE, d'autre part. Concrètement, il s'agit de répondre à deux questions : (1) Quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de la valeur partenariale ? L'abandon de l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires conduit à s'interroger sur le partage de la rente, d'où la seconde question (2) : quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et par les parties prenantes explicites ?

Afin de répondre à ces questions, deux volets sont successivement déployés. Le premier vise à mieux connaître l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de la valeur partenariale. Le deuxième volet consiste à mesurer l'influence de la qualité de la gouvernance

sur l'appropriation de la rente organisationnelle, mesurée par la valeur partenariale, par la firme et par les parties prenantes explicites. La figure suivante rappelle nos deux étapes.

**Figure 17 : les deux étapes de la démarche empirique**



Les hypothèses H1 et H1a à H1g correspondent à la création de valeur partenariale. Les hypothèses H2 à H7 évoquent l'appropriation de cette valeur par la firme et par les parties prenantes explicites : salariés, clients, fournisseurs, créanciers financiers et actionnaires. Nos hypothèses de volet 1 sont résumées de la façon suivante.

**H1** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur la création de valeur partenariale.

**H1a** : L'indépendance du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale ;

**H1b** : La participation des salariés au conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale ;

**H1c** : La taille du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale ;

**H1d** : la dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général a un effet positif sur la création de valeur partenariale ;

**H1e** : La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance a un effet positif sur la création de valeur partenariale ;

**H1f** : L'actionnariat institutionnel a un effet positif sur la création de valeur partenariale ;

**H1g** : L'actionnariat salarié a un effet positif sur la création de valeur partenariale.

Pour le second volet de l'étude empirique, la valeur appropriée par la firme est considérée comme un reliquat. Notre modèle néglige par conséquent le pouvoir des actionnaires dominants en tant que PPE. Ce reliquat alimente le *slack* managérial.

D'une manière générale, une partie prenante maximise son utilité en trouvant un équilibre entre sa rémunération immédiate (pourcentage de la rente organisationnelle qu'elle s'approprie) et sa prise de risque au travers de la relation contractuelle (incomplétude des contrats). La gouvernance est alors un mécanisme réducteur de risque/instigateur de confiance pour la partie prenante : une gouvernance efficace entraîne moins de risque (rupture du contrat abusive, etc.) et plus de confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre au profit d'une collaboration plus fructueuse dans la durée. Cette relation est conditionnée par l'aversion au risque de la partie prenante et par l'investissement qu'elle réalise dans la relation contractuelle.

Le salarié, par exemple, investit du capital humain, sur un horizon en général long, dans le cas normal d'un CDI. Si une gouvernance efficace (représentation au conseil, actionnariat salarié, etc.) développe sa confiance dans l'organisation, alors cela peut réduire le risque d'une rupture abusive du contrat de travail. Il sera alors prêt à signer un contrat de travail avec une

rémunération moindre donc une appropriation de valeur plus limitée. Les mécanismes de gouvernance disciplinaire évitent ou réduisent les conflits d'intérêt et la PPE est prête à contracter à un coût d'opportunité moindre pour la firme. Il y a donc un effet modérateur des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la rente organisationnelle par la firme et par les PPE.

De ce qui précède nous émettons, pour notre volet 2 concernant l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et par les parties prenantes explicites, les hypothèses suivantes.

**H2** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

**H3** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés.

**H4** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les clients.

**H5** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs.

**H6** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers.

**H7** : L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires.

Cette seconde partie est composée de deux chapitres. Le chapitre trois nous permet de présenter et de justifier notre démarche empirique ainsi que la définition et l'opérationnalisation des variables. Nous présentons également la construction et la description des échantillons et des données utilisées. Le chapitre quatre vise à présenter les méthodes statistiques utilisées ainsi que les résultats obtenus, et conclut sur le test de nos hypothèses de recherche. Enfin, nous proposons la mise en perspective des résultats et une re-conceptualisation.

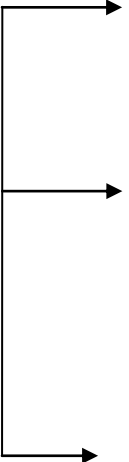

# CHAPITRE 3 : MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

## INTRODUCTION DU CHAPITRE 3

Ce chapitre présente la méthodologie de recherche que nous avons suivie au cours de ce travail doctoral. L'adoption d'un design de recherche dépend du contexte de la recherche, de la problématique et des objectifs fixés.

Dans le cadre de notre recherche, comme nous l'avons déjà signalé au niveau de l'introduction, nous allons adopter une **démarche hypothético-déductive** (Avenier et Thomas, 2012). Le processus de recherche dans cette démarche est exposé dans le tableau suivant.

**Tableau 9 : Processus de recherche dans une démarche hypothético-déductive**

	Principales étapes	Approche hypothético-déductive
Construire le processus 	Concevoir	1- Choix de l'objet 2- Revue de littérature 3- Construire un cadre théorique 4- Dédire des hypothèses
	Mettre en oeuvre	5- Opérationnaliser les concepts 6- Construire un plan de recherche 7- Choisir un échantillon, collecter les données et les coder
	Analyser Evaluer 	8- Tester les hypothèses, analyser les données et interpréter les résultats, apprécier leur validité 9- Tirer les conséquences théoriques et pratiques des résultats obtenus

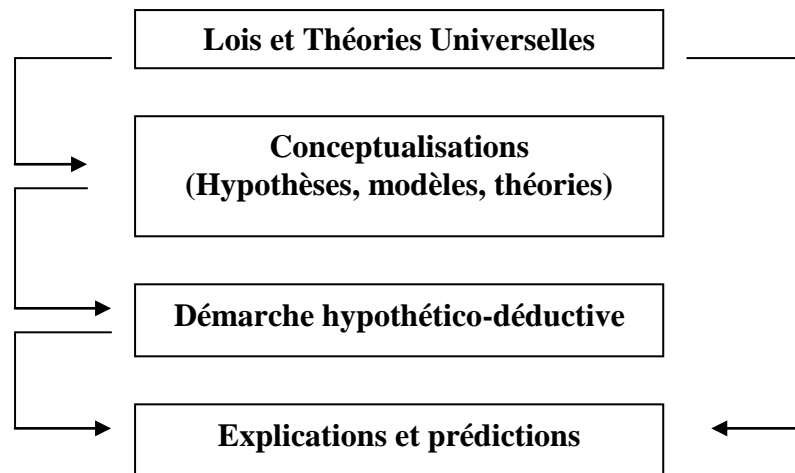
**Source :** Giordano et Jolibert (2008)

Le design de la recherche est la trame qui permet d'articuler les différents éléments d'une recherche : problématique, littérature, données, analyse et résultat (Royer et Zarlowski, 1999, p.139). Notre recherche suit un cheminement explicatif, caractérisé par une approche de type scientifique (Royer et Zarlowski 1999, p. 142). De ce point de vue, quant au positionnement épistémologique, nous nous plaçons dans le paradigme positiviste (Girod-Séville et Perret, 1999, p. 15).



Pour répondre à notre problématique de recherche, nous avons opté dans cette thèse pour une méthodologie quantitative car elle aboutit à formuler des hypothèses qui sont ensuite testées pour proposer une explication ou une prédiction de phénomènes constatés ; cette approche s'inscrit parfaitement dans une posture positiviste. L'objet de notre recherche consiste à confronter nos hypothèses (qu'on tente de corroborer ou de réfuter) à la réalité et de porter un jugement sur leur pertinence. La déduction est donc un raisonnement qui fonde la démarche hypothético-déductive. La figure suivante de Charreire et Durieux (2003) explique le mode de raisonnement de la logique déductive.

**Figure 18 : Mode de raisonnement et connaissance scientifique de la logique déductive**



**Source :** Charreire et Durieux (2003)

Dans la mesure où notre étude est consacrée à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale, il paraît indispensable d'opérationnaliser le concept de cette valeur (section 1). La définition et l'opérationnalisation des variables vont ensuite en section 2. La construction et la description des échantillons (*benchmark* et test) et des données utilisées seront ensuite présentées en section 3. Le calcul et l'appropriation de la valeur partenariale feront l'objet de la section 4.

## **SECTION 1 : DÉMARCHE EMPIRIQUE POUR LA DÉTERMINATION DE LA VALEUR PARTENARIALE**

---

Rappelons que la phase empirique de notre recherche comprend deux étapes. La première consiste à mettre en place un modèle de mesure de la valeur partenariale et de son appropriation par les parties prenantes explicites. La deuxième étape se compose de deux volets. Le premier a pour but d'examiner les relations entre mécanismes de gouvernance et performance organisationnelle, mesurée par la valeur partenariale. Le deuxième volet, vise à tester l'impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et par les PPE.

La première partie de cette section consiste donc en une revue des modèles existants pour l'opérationnalisation du concept de valeur partenariale (§1). La seconde partie présente notre modèle, qui va permettre le calcul et l'appropriation de la valeur partenariale (§2).

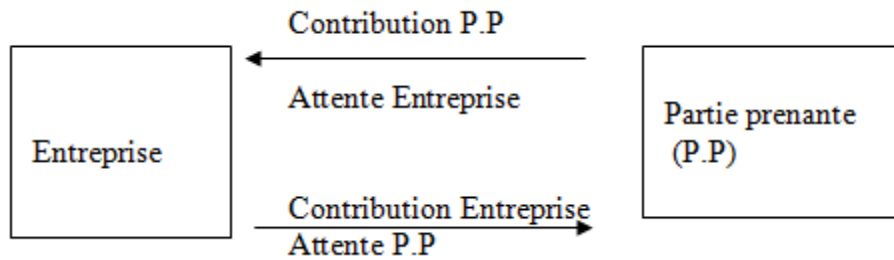
### **1. Modèles proposés dans la littérature pour l'opérationnalisation du concept de valeur partenariale**

Pour calculer la valeur partenariale, nous mettons en place un modèle de mesure fondé sur celui de Charreaux (2007). Notre modèle comporte deux apports. Le premier consiste en une évaluation de la valeur partenariale dépassant les frontières d'un seul secteur. Le deuxième apport vise une définition plus fine des catégories d'apporteurs de ressources, en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les apporteurs de capital financier.

La littérature permet de considérer trois familles de modèles: ceux fondés sur la finance-comptabilité (1.1), ceux dépassant le cadre comptable et ouverts à d'autres formes de valeurs (1.2) et ceux basés sur les prix-coûts d'opportunités (1.3).

#### **1.1. Modèles fondés sur la finance-comptabilité**

Figge et Schaltegger (2000) considèrent qu'un management par la valeur doit prendre en compte l'alignement des intérêts des parties prenantes sur les objectifs de l'entreprise. La création de valeur se fait de façon réciproque. L'apport de la partie prenante est l'attente de l'entreprise, et l'attente de la partie prenante est l'apport de l'entreprise, comme le montre la figure suivante.

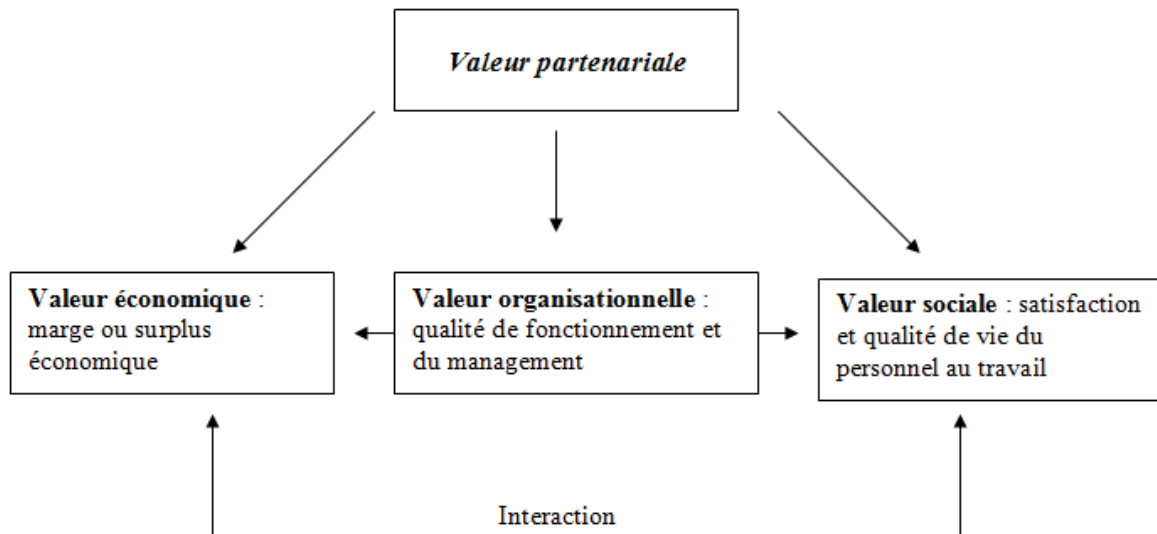
**Figure 19 : Alignement des intérêts des parties prenantes**

Ces auteurs considèrent que la valeur créée par les parties prenantes est assimilée au bénéfice. Ce modèle s'appuie sur des mesures purement comptables (enregistrement de toutes les opérations). De plus, il paraît difficile d'identifier la part relative de chaque *stakeholder* dans le processus de création de valeur.

Poulain-Rehm (2006) a proposé un modèle basé sur la valeur ajoutée comptable. Pour l'auteur, la valeur partenariale est égale à la valeur ajoutée. C'est un modèle modeste mais très facile à mettre en œuvre. Il ne peut cependant prétendre à une vision partenariale de la création de valeur, car il n'est centré que sur la vision « comptable » de la firme. Le problème de la comptabilité est qu'elle ne rend compte que des transactions conclues entre la firme et ses parties prenantes, elle ignore les tenants et les aboutissants de ces négociations. Cela revient à faire l'hypothèse que tous les participants à la chaîne de valeur contractent à leur coût/prix d'opportunité, ce qui n'est pas réaliste. L'approche de la valeur ajoutée reste par essence actionnariale car ce sont les actionnaires, les seuls créanciers résiduels. En outre, la mesure de la valeur ajoutée ignore complètement les clients et les fournisseurs dans la chaîne de valeur.

## **1.2. Modèles fondés sur d'autres formes de valeurs**

De son côté, Khouatra (2005) propose un modèle qui considère que la valeur partenariale est composée de la valeur organisationnelle, de la valeur économique (ou financière) et de la valeur sociale. La figure suivante présente les composantes de la valeur partenariale.

**Figure 20 : Composantes de la valeur partenariale**

Source : composée par nos soins d'après l'article de Khouatra (2005).

La valeur organisationnelle est la qualité de fonctionnement et du management de l'entreprise (Cappelletti et Khouatra, 2002, 2004). Sa mesure se fait par la réduction durable des coûts cachés en utilisant la méthode socio-économique. Les coûts cachés sont la traduction économique des dysfonctionnements, c'est-à-dire des écarts entre le fonctionnement attendu par les acteurs internes et externes et le fonctionnement réellement constaté.

La valeur économique est un surplus économique ou une marge économique obtenue par différence entre un revenu et un coût. La valeur sociale dépend de la satisfaction et de la qualité de vie du personnel au travail. Elle peut aussi comporter une dimension externe et renvoie alors à la question de la responsabilité sociale de l'entreprise.

C'est la valeur organisationnelle qui détermine la valeur économique et la valeur sociale, lesquelles sont en interaction. La capacité à créer de la valeur organisationnelle pour l'entreprise réside dans sa capacité à réduire ses coûts de fonctionnement. La valeur repose sur une compétence organisationnelle, c'est-à-dire une disposition à gérer et organiser (Van Loye, 1998). Ce modèle s'inscrit dans le paradigme de la valeur substantielle (Hoarau et Teller, 2001) qui dépasse les aspects visibles de la valeur financière. Au-delà de la valeur financière, les acteurs de l'entreprise créent en interne une valeur organisationnelle liée à la qualité des processus mis en œuvre pour satisfaire les clients, aux capacités d'innovation et d'apprentissage. La performance résulte de facteurs complexes et non financiers, et l'on trouve d'autres facteurs-clés de succès des entreprises (immatériel, innovation, savoir, apprentissage, etc.). Il y a un passage d'une entreprise assimilée à la gestion d'un portefeuille

de produits à une entreprise assimilée à la gestion d'un portefeuille de compétences où l'innovation est le levier primaire de la création de valeur substantielle.

La valeur organisationnelle est mesurée par le diagnostic socio-économique. Ce diagnostic est un processus permettant de faire l'inventaire des dysfonctionnements au sein de l'entreprise et d'en évaluer l'impact financier. Il permet aussi de mesurer la qualité du management et du fonctionnement d'une entreprise par l'évaluation des coûts cachés. Ces derniers sont la traduction monétaire des activités de régulation des dysfonctionnements (Savall, 1975).

Une entreprise crée de la valeur organisationnelle si, sur un intervalle de temps suffisant, elle obtient une réduction durable de ses coûts cachés, autrement dit un gain de valeur ajoutée. La création de valeur organisationnelle peut se traduire par une création de valeur économique lorsque la réduction des coûts cachés et de dysfonctionnement est réaffectée au développement de l'activité. La création de valeur organisationnelle peut aussi servir une création de valeur sociale, c'est-à-dire l'amélioration de la qualité de vie au travail des personnes et la réduction du stress professionnel (Capron, 2000).

L'entreprise Brioche Pasquier, grâce à la réduction durable de ses coûts cachés, a créé de la valeur organisationnelle, laquelle a contribué à la création de valeur économique et sociale. Un diagnostic socio-économique qualitatif et quantitatif a permis de mettre en évidence les dysfonctionnements et d'évaluer les coûts cachés qui en découlent. Entre 1996 et 1999, l'entreprise a quasiment doublé son EVA. Son effectif est passé de 400 salariés, à la fin des années 80, à 2 444 salariés en 2002. La performance sociale s'est traduite par un investissement immatériel, un intéressement et une réduction du temps de travail à 33,3 heures avec modulation annuelle (Khouatra, 2005). Ce modèle est basé sur l'approche socio-économique.

Dans ce modèle, Khouatra ne précise pas comment la valeur économique et la valeur sociale sont calculées. Quant à la valeur organisationnelle, elle est basée sur la méthode socio-économique qui associe étroitement la dimension sociale et la performance économique de l'entreprise, en considérant le développement du potentiel humain comme facteur principal d'efficacité à court et long terme. Cette méthode est une approche contractuelle et personnalisée du management qui s'appuie sur les tableaux de bord de pilotage de l'encadrement et les contrats d'activité périodiquement négociables conclus avec chacun des membres du personnel à tous les niveaux de l'entreprise (Savall et Zardet, 2007).

Dans la continuité des travaux de Monteil (1996), Vassal (1972), Roy (1997), Truel (1979, 1980) et Malo (1988) sur le surplus de productivité globale (SPG), Juhel, Boisselier et Dufour

(2009) ont mis en place un modèle de mesure en s'appuyant sur la méthode des SPG<sup>28</sup> et en l'élargissant aux flux de trésorerie. La mise en œuvre opérationnelle de ce modèle nécessite une information importante sur l'évolution des quantités, des prix, des conditions d'encaissement et de décaissement. Ce modèle ne définit pas la manière dont doit être répartie la valeur partenariale. Il décrit les origines internes et externes du flux de trésorerie disponible, source de création de valeur. Juhel (2011) a étudié l'incidence de la structure de la variation de besoin en fonds de roulement sur la trésorerie d'exploitation et précisé à qui profite le surplus de trésorerie d'exploitation, de l'entreprise ou de ses partenaires.

### 1.3. Modèles fondés sur les prix-coûts d'opportunités

S'inspirant de Brandenburger et Stuart (1996), Charreaux et Desbrières (1998) ont proposé un modèle où le raisonnement est fondé sur la chaîne de valeur de Porter (1985) et la théorie des jeux coopératifs. Ils considèrent la chaîne de valeur la plus simple : une firme avec un seul fournisseur et un seul client. Côté fournisseur, la valeur créée est égale au prix payé par la firme (le coût explicite) moins le coût d'opportunité (prix minimum requis par le fournisseur pour entreprendre ou poursuivre la transaction). Côté client, la valeur créée est égale au prix payé moins le prix d'opportunité (prix que le client est disposé à payer). Sur l'ensemble de la chaîne, la valeur créée est égale au prix d'opportunité pour le client moins le coût d'opportunité pour le fournisseur.

La négociation est un facteur déterminant dans ce modèle. La théorie de la négociation présente l'échange de biens ou de services comme l'étape ultime d'un processus de tâtonnement. Deux acteurs au moins cherchent un accord sur les termes de l'échange, c'est-à-dire sur la quantité de ce qui va être donné et reçu par chacun (Bevars, 1965, p.479-502). Chaque partie doit connaître ses paramètres de négociation :

- le coût d'opportunité au-delà duquel l'acheteur se refuse à négocier (Cop.A), c'est le prix maximal pour lequel la transaction peut avoir lieu ;
- le coût d'opportunité en dessous duquel le vendeur refuse de continuer la transaction (Cop.V), c'est le prix minimal pour lequel la transaction est possible.

<sup>28</sup> « C'est une analyse différentielle qui compare entre deux périodes la variation de la production et la variation des intrants utilisés pour produire (consommations intermédiaires et facteurs de production). La décomposition de chaque flux d'exploitation en « quantité-prix/coût unitaire » permet de décrire l'origine du surplus de productivité ». (Juhel et al., 2009, P.11)

La transaction est réalisée dans des conditions satisfaisantes pour les deux parties, et elle est créatrice de valeur, lorsque le prix d'échange est situé entre les deux coûts d'opportunité (Cop.V et Cop.A).

Pour illustrer leur raisonnement, Charreaux et Desbrières (1998) prennent l'exemple suivant : « Supposons que le fournisseur soit disposé à recevoir un prix minimum de 100, égal à son coût d'opportunité. En raison d'asymétrie d'information ou d'un rapport favorable au fournisseur, la transaction est conclue à 200, représentant le coût explicite de la firme. Du côté client, une négociation a conduit la firme à conclure au prix de 900 alors que le client était disposé à payer un prix maximum de 1000.

Valeur créée = Prix d'opportunité – coût d'opportunité = 1000 – 100 = 900

La répartition de cette valeur est la suivante :

Client :  $1000 - 900 = 100$

Fournisseur :  $200 - 100 = 100$

Firme :  $900 - 200 = 700$

La part de la firme est égale au prix perçu moins le coût explicite des ressources ».

La généralisation de cette démarche à l'ensemble des parties prenantes donne :

Valeur créée = Ventes évaluées au prix d'opportunité – somme des coûts d'opportunité

Pour ces auteurs, cette représentation permet de mettre en évidence certaines caractéristiques du jeu organisationnel :

- « le modèle avance que le dirigeant dispose d'un *slack* managérial, c'est-à-dire un flux résiduel. Ce surplus constitue une marge de manœuvre pour le dirigeant dans les négociations qu'il entreprend au nom de la firme avec les parties prenantes ;
- pour accroître la valeur, le dirigeant doit agir simultanément sur les prix et les coûts d'opportunité ;
- une forte innovation est souvent une source de création de valeur ;
- les conflits sur le partage de la valeur n'ont pas nécessairement de conséquences négatives sur la création de valeur. Un partage favorable aux salariés, sous forme de prime d'efficience, induit une meilleure qualité ou se traduit par des gains de productivité ».

Le modèle de valeur partenariale développé par Charreaux et Desbrières est une tentative de dépassement de la critique de Jensen (2002) sur la difficulté de la théorie des parties prenantes à expliquer la formation d'un consensus entre les partenaires de l'entreprise. La valeur créée est égale au prix d'opportunité moins le coût d'opportunité. Le calcul de cette valeur est

complexe puisqu'il suppose l'identification des prix et des coûts d'opportunités pour les différentes parties prenantes. Mais son intérêt principal réside dans la modification des grilles de lecture traditionnelles liant les systèmes de gouvernance d'entreprise à la création de valeur.

S'inspirant de Brandenburger et Stuart (1996), Charreaux (2007) a mis en place une mesure opérationnelle de la création de valeur partenariale basée sur le prix d'opportunité et le coût d'opportunité dans le secteur automobile. Cette mesure est fondée sur le *benchmark* pour déterminer les ventes et les coûts d'opportunité. A travers son modèle, Charreaux remet en question deux fondements de la finance moderne : la recherche de la maximisation de la valeur pour les actionnaires comme objectif unique, d'une part, et le statut de ces derniers à être les seuls créanciers résiduels de la valeur créée, d'autre part. Ce modèle fait le lien entre la conception contractuelle de la firme et la notion de valeur partenariale. L'entreprise est présentée comme le centre contractant d'un jeu coopératif qu'elle organise de façon à s'approprier le maximum de la valeur créée.

Dans son modèle, Charreaux remédie aux limites des approches comptables et économiques traditionnelles, où les premières sont basées sur une logique juridique et les secondes ignorent les ressources externes mobilisées par l'entreprise à travers ses transactions avec les fournisseurs ainsi que le capital humain.

En s'appuyant sur les travaux de Brandenburger et Stuart (1996), il propose un modèle fondé sur deux axes : le premier est l'introduction de « prix d'opportunité » (le prix maximum que le client est disposé à payer pour un bien ; au dessus de ce prix, l'intérêt de la transaction disparaît) et de « coûts d'opportunité » (le prix minimum que le fournisseur serait disposé à accepter ; en dessous de ce prix, la transaction perd son intérêt). L'introduction de ces notions permet de comprendre l'intérêt qu'ont les différentes parties prenantes à effectuer des transactions. Le second axe est conforme à une vision partenariale. Il est novateur car il considère que l'entreprise ne serait juridiquement propriétaire d'aucun actif. Les actionnaires n'apparaissent plus comme les créanciers résiduels, mais comme une simple partie prenante, parmi les « loueurs », à l'image du tableau présenté ci-après.



**Tableau 10 : Nouvelle présentation des actifs de l'entreprise**

Type d'actifs	Apporteurs de ressources	Rémunération	Evaluation des ressources
Actifs non humains (internes)	Loueurs	Loyers (correspondant au coût du financement par les loueurs)	Valeur actuelle (VA) des loyers au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) des loueurs
Actifs humains (internes)	Salariés (dont dirigeant par extension)	Salaires (et charges sociales) (coût du travail)	VA des salaires et charges sociales au coût du capital humain apporté par les salariés
Actifs externes (humains ou non)	Fournisseurs de matières, de biens intermédiaires et de services	Consommations intermédiaires (correspondant à la consommation des actifs humains et non humains utilisés par les fournisseurs)	VA des consommations intermédiaires au CMPC des fournisseurs

**Source :** Charreaux (2007, p.10)

Ce modèle traite un seul secteur d'activité (secteur automobile) et quatre parties prenantes : clients, fournisseurs, salariés y compris les dirigeants et les bailleurs de fonds. Il n'y a pas de distinction entre les actionnaires et créanciers financiers.

La mise en œuvre opératoire de tous les modèles proposés est possible avec plus ou moins de difficulté. Dans le cadre de notre étude, nous avons choisi le modèle de Charreaux (2007) parce qu'il est conforme à une vision partenariale où les actionnaires n'apparaissent plus comme les créanciers résiduels mais comme une simple partie prenante parmi les autres.

## 2. Exposé de notre modèle

Notre modèle s'appuie sur celui de Charreaux (2007). Nous reprenons l'introduction de « prix d'opportunité » et de « coûts d'opportunité » ainsi qu'une représentation des actifs et des ressources mobilisées en considérant que l'entreprise ne serait juridiquement propriétaire d'aucun actif.

Notre objectif est de présenter un modèle qui permet l'analyse de la création et de la répartition de la valeur partenariale. D'une part, nous proposons une extension de la démarche à une évaluation de la valeur partenariale dépassant les frontières d'un seul secteur. Nous supposons qu'il y a une concurrence généralisée entre les différents acteurs d'un environnement économique pour mobiliser des ressources et utiliser au mieux le capital investi. D'autre part, cette démarche sera perfectionnée en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les

bailleurs de fonds. Cette distinction va nous permettre de mesurer le poids des créanciers financiers dans l'appropriation de la valeur partenariale. On s'intéresse aux actionnaires externes (minoritaires), simples apporteurs de capitaux et dénués de contrôle et d'influence. Ils sont plus sensibles à la qualité de gouvernance disciplinaire. De plus, leur rémunération explicite est identifiable, elle correspond aux dividendes versés. Alors que pour les actionnaires dominants/majoritaires, la rémunération comprend des bénéfices privés qui ne sont pas directement observables. Nos apports et nos différences par rapport au modèle de Charreaux (2007) sont exposés dans le tableau ci-après.

**Tableau 11 : Extension de modèle de Charreaux**

Modèle de Charreaux	Notre modèle
Fondé sur la logique partenariale : approche en termes de « <i>benchmark</i> », qui donne une information sur l'écart entre coûts constatés (en comptabilité) et coûts d'opportunités.	Fondé sur la même logique.
Quatre parties prenantes sont prises en compte : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Salariés y compris les dirigeants</li> <li>• Bailleurs de fonds</li> <li>• Clients</li> <li>• Fournisseurs</li> </ul>	Cinq parties prenantes sont prises en compte : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Salariés y compris les dirigeants<sup>29</sup></li> <li>• Créanciers financiers</li> <li>• Actionnaires</li> <li>• Clients</li> <li>• Fournisseurs</li> </ul>
Un exemple sur le secteur automobile	Modèle élargi à huit secteurs
Evaluation des ressources en Valeur actuelle (VA) des loyers au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) des loueurs.  Le coût utilisé est la moyenne des CMPC de toutes les entreprises du secteur. C'est le CMPC moyen du secteur.	Même raisonnement  Utilisation du CMPC propre à chaque entreprise

<sup>29</sup> Cela signifie que le dirigeant n'est pas considéré comme détenteur d'un opportunisme spécifique en raison de sa position hiérarchique. C'est une hypothèse forte. Dans le cadre de notre analyse, le dirigeant est confondu avec la firme et avec les actionnaires majoritaires.

## 2.1. Formulation de notre modèle

La valeur appropriée par chaque partie prenante est égale à la différence entre la valeur explicite et la valeur d'opportunité.

### 2.1.1. Formulation du problème pour calculer les ventes d'opportunité (VO) et la valeur appropriée par les clients

#### 2.1.1.1. Ventes d'opportunité

Les entreprises réalisent leur chiffre d'affaires en mobilisant des ressources (internes et externes), ce qui permet de définir un indice de performance « *benchmark* ». Le choix de tout ramener aux ressources mobilisées permet de contrôler l'effet taille ainsi que les différences d'intégration d'un groupe à l'autre. Cela homogénéise en outre le traitement des différentes parties prenantes. Toutefois, certaines composantes de la rémunération des parties prenantes sont très largement dépendantes de la performance plutôt que des ressources mobilisées. C'est le cas pour la partie variable de la rémunération des dirigeants (bonus et stock options, par exemple), des dividendes distribués aux actionnaires, ou encore de l'impôt sur les bénéfices versé à l'Etat. Autrement dit, ces éléments de rémunération sont déjà largement affectés par la capacité de la firme à s'approprier de la rente organisationnelle dans ses relations avec les clients, les fournisseurs, les salariés, etc. Dans un premier temps, nous avons pensé à comparer ces rémunérations avec un indicateur de performance pertinent et accessible plutôt qu'avec les ressources mobilisées. Mais nous avons retenu, à l'instar de Charreaux (2007), comme *benchmark* les ressources mobilisées.

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

$CA_t$  : Chiffre d'affaires de l'année  $t$  ; il correspond aux ventes explicites ;

$CF_t$  : Capital financier de l'année  $t$  ; il correspond aux financements apportés tant par les actionnaires que par les créanciers financiers. Il est égal à la somme des capitaux propres et des dettes financières (à long et à court terme) figurant dans le bilan ;

$CH_t$  : Capital humain de l'année  $t$  ; il correspond à la valeur actualisée des flux de salaires explicites sur un horizon de 40 ans, durée de vie du capital humain (Charreaux, 2007) ;

$CE_t$  : Capital externe de l'année  $t$  ; il correspond à la valeur actualisée des consommations externes explicites sur un horizon de 25 ans (Charreaux, 2007) ;

$RM_t$  : Ressources mobilisées de l'année  $t$ .

Nous pouvons écrire :

$$RM_t = CF_t + CH_t + CE_t$$

Notre *benchmark* sera la mesure du chiffre d'affaires induit par un euro de ressources mobilisées. Nous retenons l'indice le plus élevé de l'année t pour déterminer les ventes d'opportunité ( $VO_t$ ), en référence à l'approche du « meilleur élève » (*Best in class*).

Pour un espace concurrentiel formé de n entreprises, et pour l'année t, nous pouvons définir :

$V_{it} = CA_{it} / RM_{it}$ , est l'indice de l'entreprise i pour l'année t

Le *benchmark* de l'année t  $V_{bt}$ , c'est l'indice le plus grand,  $V_{bt} = \max_{i=1,n} \left\{ \frac{CA_{it}}{RM_{it}} \right\}$

Avec  $CA_{it}$  : chiffre d'affaires de l'entreprise i pour l'année t et  $RM_{it}$  : ressources mobilisées de l'entreprise i pour l'année t.

Nous avons alors:

$$VO_{it} = CA_{it} * (V_{bt} / V_{it}) \quad (1)$$

#### 2.1.1.2. Valeur appropriée par les clients

La valeur appropriée par les clients de l'entreprise i, l'année t,  $VAC_{it}$  sera alors obtenue par différence :  $VAC_{it} = VO_{it} - CA_{it}$

En remplaçant  $VO_{it}$  par (1), nous avons :

$$VAC_{it} = CA_{it} * (V_{bt} / V_{it}) - CA_{it}$$

Nous pouvons écrire la valeur appropriée par les clients.

$$VAC_{it} = CA_{it} \left[ \frac{V_{bt}}{V_{it}} - 1 \right]$$

### 2.1.2. Formulation du problème pour calculer les coûts d'opportunité (CO) et la valeur appropriée par les autres parties prenantes explicites

L'évaluation des charges d'opportunité doit se faire de façon homogène. Les charges explicites seront rapportées à l'ensemble des ressources mobilisées pour déterminer les charges d'opportunité. Ces charges sont fondées sur la référence constituée par le ratio le plus faible (charges explicites/ressources mobilisées) et non le plus élevé comme pour les ventes d'opportunité. Ici, le « meilleur élève » est l'entreprise qui contracte au moindre coût. En contractant au moindre coût, cette dernière va s'approprier plus de valeur partenariale.

#### 2.1.2.1. Fournisseurs

Le coût explicite des fournisseurs est composé des consommations externes (COE).

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

$COE_{it}$  : Consommations externes de l'entreprise  $i$  pour l'année  $t$

$COEO_{it}$  : Consommations externes d'opportunité de l'entreprise  $i$  pour l'année  $t$

$f_{it} = COE_{it} / RM_{it}$ , est l'indice de l'entreprise  $i$  de l'année  $t$

Le *benchmark* est l'indice  $f_{bt}$ , c'est l'indice le plus faible,  $f_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{COE_{it}}{RM_{it}} \right\}$

Nous obtenons les consommations externes d'opportunité de la manière suivante :

$$COEO_{it} = COE_{it} * (f_{bt} / f_{it}) \quad (2)$$

La valeur appropriée par les fournisseurs de l'entreprise  $i$ ,  $VAF_{it} = COE_{it} - COEO_{it}$

En remplaçant  $COEO_{it}$  par (2), nous avons :

$$VAF_{it} = COE_{it} - [COE_{it} * (f_{bt} / f_{it})].$$

La valeur appropriée par les fournisseurs.

$$VAF_{it} = COE_{it} \left[ 1 - \frac{f_{bt}}{f_{it}} \right]$$

### 2.1.2.2. Salariés

Le coût des salariés est composé des salaires bruts et des charges sociales.

$CS_{it}$  : Coût des salariés de l'entreprise  $i$  pour l'année  $t$

$CSO_{it}$  : Coût d'opportunité des salariés de l'entreprise  $i$  pour l'année  $t$

$s_{it} = CS_{it} / RM_{it}$ , c'est l'indice de l'entreprise  $i$  pour l'année  $t$

Le *benchmark* est le ratio le plus faible,  $s_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{CS_{it}}{RM_{it}} \right\}$

Nous avons :

$$CSO_{it} = CS_{it} * (s_{bt} / s_{it}) \quad (3)$$

La valeur appropriée par les salariés,  $VAS_{it} = CS_{it} - CSO_{it}$

En remplaçant  $CSO_{it}$  par (3), nous obtenons :

$$VAS_{it} = CS_{it} - [CS_{it} * (s_{bt} / s_{it})].$$

La valeur appropriée par les salariés.

$$VAS_{it} = CS_{it} \left[ 1 - \frac{s_{bt}}{s_{it}} \right]$$

### 2.1.2.3. Apporteurs de capital financier

Comment estimer le coût (rémunération explicite) des créanciers financiers et des actionnaires ? L'approche de Charreaux a considéré que les deux catégories d'apporteurs de capitaux sont des « loueurs » d'actifs. Dans cette hypothèse, il y a une négation de la personnalité morale. Nous considérons que les apporteurs des capitaux sont propriétaires des inputs. Notre approche, au prorata de la structure financière, repose sur l'hypothèse d'un financement des actifs en " pool de fonds " ; autrement dit, il n'y a pas un mode de financement « spécifique » à certains types d'actifs.

Nous pouvons alors nous servir de la dotation aux amortissements, mais il faut la fractionner.

Par exemple, à l'aide du ratio de structure financière (levier financier  $(L) = \text{dettes financières (D)} / \text{capitaux propres (CP)}$ ) entre créanciers financiers et actionnaires.

La rémunération des créanciers financiers est constituée des charges financières et d'une partie des dotations opérationnelles. Nous faisons alors l'hypothèse que les créanciers ont  $(L/(L+1))$  % du montant de l'actif économique. La rémunération des actionnaires comprend

les dividendes et le complément des dotations opérationnelles. Nous faisons alors l'hypothèse que les actionnaires ont  $(1/(L+1))\%$ <sup>30</sup> du montant de l'actif économique. Pour établir la rémunération des actionnaires, nous nous basons sur le dividende et non sur le résultat net car nous ne nous intéressons qu'à la rente des actionnaires minoritaires (sans contrôle), laquelle est perçue de manière explicite sous forme de dividendes. Cela revient à dire que le résultat non distribué (mis en réserve) alimente le *slack* managérial, donc les intérêts de la « firme » (dirigeants et/ou majoritaires) et que les actionnaires minoritaires n'en profiteront pas. La politique de dividende est alors vue comme un levier de négociation dans la relation entre la firme et les actionnaires minoritaires : une gouvernance efficace devrait rassurer les minoritaires, et donc permettre à la firme d'avoir une politique de dividende moins généreuse toutes choses égales.

En termes de rémunération explicite, les créanciers financiers s'approprient  $(\frac{L}{L+1} * \text{dotation} + \text{intérêts})$  ; les actionnaires (quel que soit leur statut) s'approprient  $(\frac{1}{L+1} * \text{dotation} + \text{dividende})$ <sup>31</sup> ;

La rémunération des créanciers est réalisée en fonction du niveau d'endettement. Les actionnaires sont rémunérés par les dividendes qui dépendent du résultat dégagé et du projet de son affectation. Au sein de ce capital financier, nous distinguons ainsi les créanciers financiers des actionnaires.

#### 2.1.2.4 Créanciers financiers

La rémunération des créanciers financiers est composée de charges financières et d'une partie  $(L/(L+1))\%$  des dotations aux amortissements. Nous ne tenons pas compte des impôts parce que notre objectif est d'apprécier la rémunération de la partie prenante (prêteur) et non le coût de l'endettement pour l'entreprise.

---


$$^{30} L = \frac{D}{CP}$$

$$\frac{1}{L+1} = \frac{1}{\frac{D}{CP} + 1} = \frac{CP}{D + CP}$$

<sup>31</sup> C'est une limite de notre modèle, car les actionnaires dominants s'approprient des « bénéfices privés du contrôle », que nous négligeons ici. Notre modèle néglige par conséquent le pouvoir des actionnaires dominants en tant que PPE.

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

$CF_{it}$  : Coût des créanciers financiers de l'entreprise i pour l'année t

$CFO_{it}$  : Coût d'opportunité des créanciers financiers de l'entreprise i pour l'année t

$c_{it} = CF_{it} / RM_{it}$ , est l'indice de l'entreprise i pour l'année t

Le *benchmark* est le ratio le plus faible :  $c_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{CF_{it}}{RM_{it}} \right\}$

Nous avons :

$$CFO_{it} = CF_{it} * (c_{bt} / c_{it}) \quad (4)$$

La valeur appropriée par les créanciers financiers,  $VACF_{it} = CF_{it} - CFO_{it}$

En remplaçant  $CFO_{it}$  par (4), nous obtenons :

$$VACF_{it} = CF_{it} - [CF_{it} * (c_{bt} / c_{it})].$$

La valeur appropriée par les créanciers financiers.

$$VACF_{it} = CF_{it} \left[ 1 - \frac{c_{bt}}{c_{it}} \right]$$

### 2.1.2.5 Actionnaires

La rémunération des actionnaires est composée de dividendes et d'une partie  $(1/(L+1))\%$  des dotations aux amortissements.

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

$CAC_{it}$  : Coût des actionnaires de l'entreprise i pour l'année t

$CACO_{it}$  : Coût d'opportunité des actionnaires de l'entreprise i pour l'année t

$a_{it} = CAC_{it} / RM_{it}$ , est l'indice de l'entreprise de l'année t

Le *benchmark* est le ratio le plus faible :  $a_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{CAC_{it}}{RM_{it}} \right\}$ ; ce ratio dépend de la politique de

dividende de la firme. Si cette dernière est moins généreuse, les actionnaires s'approprient moins de valeur partenariale.

$$\text{Nous avons : } CACO_{it} = CAC_{it} * (a_{bt} / a_{it}) \quad (5)$$

La valeur appropriée par les actionnaires,  $VAA_{it} = CAC_{it} - CACO_{it}$

En remplaçant  $CACO_{it}$  par (5), nous obtenons :

$$VAA_{it} = CAC_{it} - [CAC_{it} * (a_{bt} / a_{it})].$$



La valeur appropriée par les actionnaires

$$VAA_{it} = CAC_{it} \left[ 1 - \frac{a_{bt}}{a_{it}} \right]$$

## 2.2 Calcul de la valeur partenariale

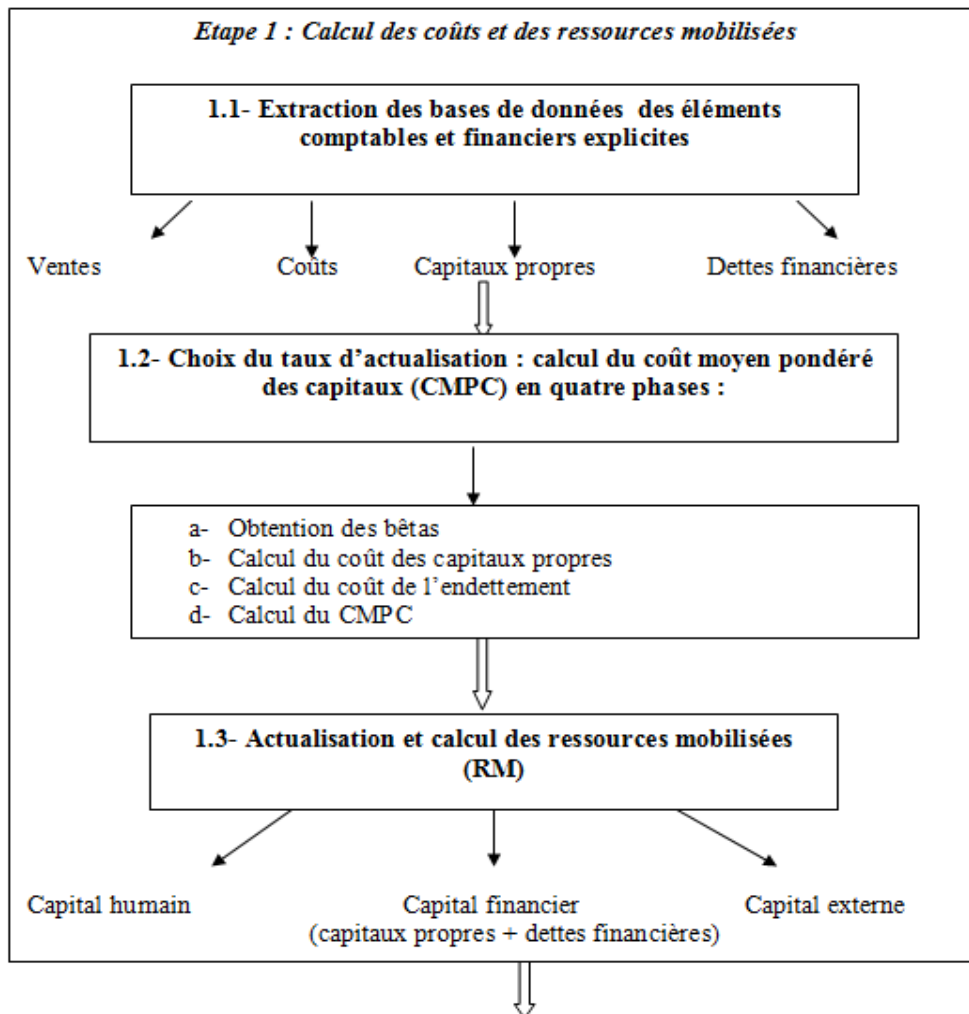
La valeur partenariale de la firme  $i$  pour l'année  $t$  ( $VP_{it}$ ) est égale aux ventes d'opportunité vis-à-vis des clients moins la somme des coûts d'opportunité dans les relations avec les apporteurs de ressources.

$$VP_{it} = VO_{it} - \sum CO_{it}$$

### La synthèse de notre modèle

Notre modèle sera résumé en cinq étapes, dans la figure suivante.

**Figure 21 : Les cinq étapes pour calculer la valeur partenariale**



**Etape 2 : Calcul des indices (indice de référence/de benchmark :  $I_b$  et indice de la firme  $i$  :  $I_i$ ) Sur la base d'un regroupement sectoriel représentatif de l'environnement économique**

Ventes/RM dont le plus fort est l'indice de référence/de benchmark ( $I_b$ )

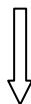
Coûts/RM dont le plus faible est l'indice de référence



**Etape 3 : Calcul des ventes et des coûts d'opportunité**

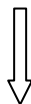
$$VO_i = \text{ventes}_i * I_b/I_i$$

$$CO_i = \text{Coûts}_i * I_b/I_i$$



**Etape 4 : Calcul de la valeur partenariale ( $VP_i$ )**

$$VP_i = VO_i - \sum CO_i$$



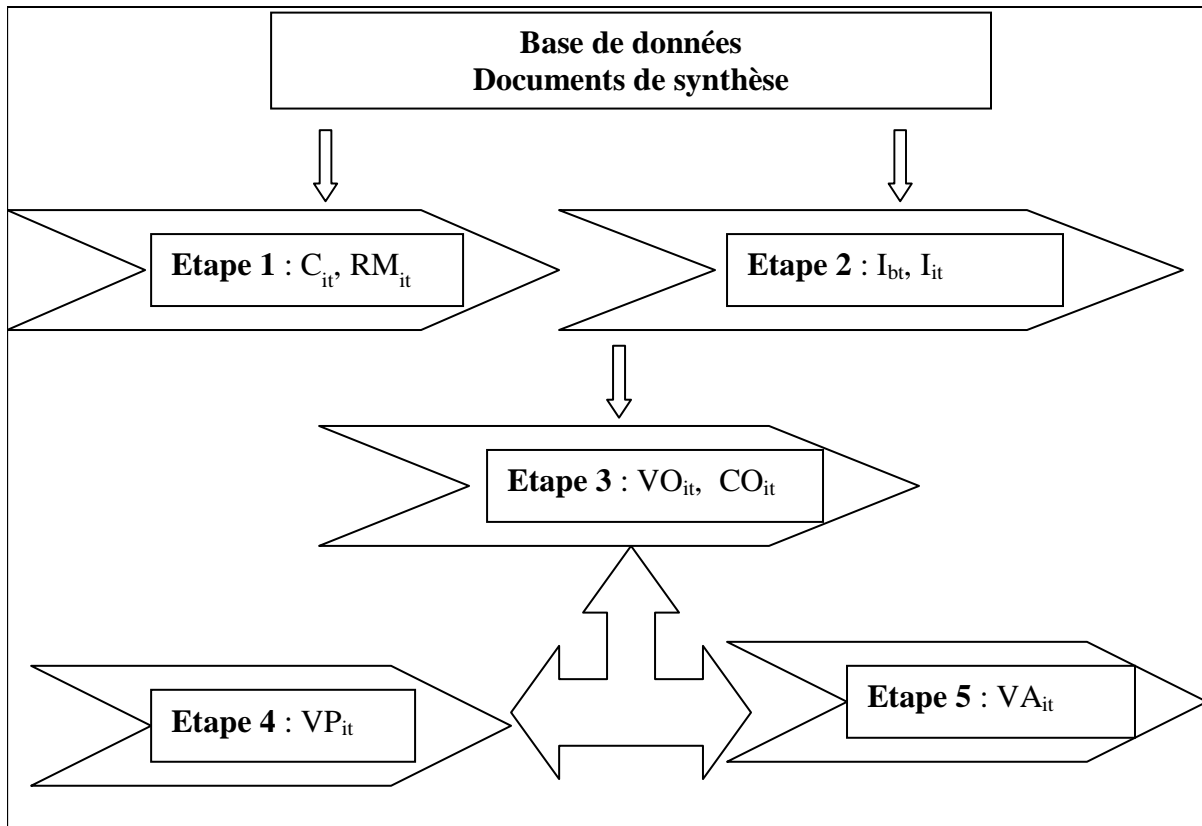
**Etape 5 : Calcul de la valeur appropriée ( $VA_i$ ) par les différentes parties prenantes**

$$VA_i \text{ par les clients} = VO_i - \text{Ventes}_i$$

$$VA_i \text{ par les autres parties prenantes} = \text{Coûts explicites}_i - CO_i$$

Nous pouvons résumer nos cinq étapes dans la figure suivante

**Figure 22: Synthèse de la démarche de notre modèle**



**Avec :** l'indice  $t$  : correspond à l'année  $t$  ; l'indice  $i$  : correspond à la firme  $i$  ;  $VP_{it}$  : valeur partenariale de la firme  $i$  pour l'année  $t$  ;  $VA_{it}$  : valeur appropriée par la firme  $i$  l'année  $t$  ;  $C_{it}$  : les coûts de la firme  $i$  pour l'année  $t$  ;  $RM_{it}$  : ressources mobilisées de la firme  $i$  pour l'année  $t$  ;  $I_{bt}$  : indice *benchmark* de l'année  $t$  ;  $I_{it}$  : indice de la firme  $i$  pour l'année  $t$  ;  $VO_{it}$  : vente d'opportunité de la firme  $i$  pour l'année  $t$  ;  $CO_{it}$  : coûts d'opportunité de la firme  $i$  pour l'année  $t$ .

Ce modèle va nous permettre, dans un premier temps, d'estimer la création et l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites, et ainsi d'analyser ce phénomène au sein de huit secteurs considérés. Dans un second temps, nous étudierons l'impact de chacun des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur partenariale (H1 et H1a à H1g), et sur l'appropriation de cette valeur partenariale par la firme et par les parties prenantes explicites de notre modèle : salariés, clients, fournisseurs, créanciers financiers et actionnaires (H2 à H7).

### **Conclusion de la section 1**

Cette section avait pour objectif de présenter la démarche empirique mise en œuvre pour calculer la valeur partenariale et son appropriation par la firme et par les parties prenantes explicites. Préalablement aux tests des hypothèses, ce travail s'est opéré en deux étapes. Cherchant d'abord à calculer la valeur partenariale et son appropriation, nous avons exposé les modèles proposés dans la littérature pour l'opérationnalisation du concept de valeur partenariale.

Trois familles de modèles existent : les modèles fondés sur la finance-comptabilité, ceux fondés sur d'autres formes de valeurs, et ceux basés sur les prix-coûts d'opportunités. Ensuite, nous avons mis en place un modèle de mesure basé sur celui de Charreaux (2007). Notre modèle a deux apports. Le premier constitue une extension de la démarche de Charreaux à une évaluation de la valeur partenariale et à son appropriation dépassant les frontières d'un seul secteur. Le deuxième apport vise à affiner la démarche, en distinguant les créanciers financiers des actionnaires parmi les bailleurs financiers, conformément aux enjeux qui entourent le financement des entreprises.

Cette phase effectuée, l'opérationnalisation des variables nécessaires pour tester nos hypothèses peut débiter. Cette opérationnalisation des variables est présentée dans la section suivante.

## SECTION2 : DÉFINITION ET OPÉRATIONNALISATION DES VARIABLES

Notre objectif consiste dans cette section à identifier les variables nécessaires pour tester nos hypothèses. Notre technique statistique est celle des modèles de régression multiple. Pour le premier volet de notre deuxième étape, la variable à expliquer est la valeur partenariale, précédemment mesurée. Pour le deuxième volet, nous avons six variables à analyser. La première, le pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par la firme. Les cinq autres variables sont le pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par chacune des parties prenantes explicites : les salariés, les clients, les fournisseurs, les créanciers financiers et les actionnaires. Quant aux variables explicatives, elles sont de deux ordres : tout d'abord, les variables d'intérêt, caractérisant la gouvernance efficace au sens disciplinaire ; puis les variables de contrôle, à partir de la littérature.

Nous présenterons d'abord, les indicateurs retenus pour mesurer les différentes variables, à expliquer ou explicatives, composant nos modèles (§1). Ensuite, nous exposerons nos modèles de régression et la synthèse de nos variables (§2).

### 1. Définition et opérationnalisation des variables

La problématique de notre recherche porte, d'une part, sur la nature de la relation entre la création de la valeur partenariale et les mécanismes de gouvernance ; d'autre part, sur la relation entre l'appropriation de cette valeur par les parties prenantes explicites et ces mécanismes de gouvernance. Nous présentons dans un premier temps les variables à expliquer, à savoir la création de la valeur partenariale, la part de cette valeur appropriée par la firme et par les parties prenantes explicites (1.1). Nous précisons ensuite les variables explicatives d'intérêt (efficacité du conseil et structure d'actionnariat) (1.2) ainsi que les variables de contrôle (1.3).

#### 1.1 Variables mesurant la création et l'appropriation de valeur

La mesure de la création de valeur partenariale reste un champ peu exploré et donc une piste de recherche nécessitant encore beaucoup de réflexion.

Pour notre premier volet, l'indicateur pour mesurer la performance organisationnelle est la valeur partenariale (VP). En s'inspirant des travaux de Bundenburger et Stuart (1996), de

Charreaux et Desbrières (1998) et Charreaux (2007), nous avons mis en place notre modèle de mesure (exposé section 1 §2). La valeur créée est alors la différence entre les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité.

$$VP = \text{Ventes d'opportunité} - \sum \text{Coûts d'opportunité}$$

Pour notre deuxième volet, nous retenons comme variables à expliquer le pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par la firme et par chacune des parties prenantes explicites. La valeur partenariale appropriée par la firme est égale à la rente totale moins la partie qui revient aux PPE, à savoir les clients, fournisseurs, salariés, actionnaires et créanciers financiers.

$$\begin{aligned} VAFi &= VP - VAPPE \\ VAFi \% &= VAFi / VP \end{aligned}$$

Avec

- VP = valeur partenariale ;
- VAPPE = rente appropriée par les parties prenantes explicites ;
- VAFi% = valeur partenariale appropriée par la firme en pourcentage.

Pour chaque PPE, nous retenons la part de rente appropriée en pourcentage de la valeur partenariale totale.

Nous résumons dans le tableau suivant les mesures retenues de la création de la valeur partenariale et de son appropriation par la firme et par les parties prenantes explicites.

**Tableau 12 : Variables à expliquer de création et d'appropriation de la valeur partenariale**

Variables à expliquer		Indicateurs	Dénominations
Rente organisationnelle mesurée par la valeur partenariale		Valeur partenariale créée par la firme	VP
Appropriation de la valeur partenariale	par la firme	Part de la valeur partenariale appropriée par la firme en pourcentage	VAFi
	par les clients	Part de la valeur partenariale appropriée par les clients en pourcentage	VAC
	par les fournisseurs	Part de la valeur partenariale appropriée par les fournisseurs en pourcentage	VAF
	par les salariés	Part de la valeur partenariale appropriée par les salariés en pourcentage	VAS
	par les créanciers financiers	Part de la valeur partenariale appropriée par les créanciers financiers en pourcentage	VACF
	par les actionnaires	Part de la valeur partenariale appropriée par les actionnaires en pourcentage	VAA

## 1.2 Définition des variables d'intérêt : la gouvernance

- **Les administrateurs indépendants**

La proportion d'administrateurs indépendants au conseil (**AdI**) représente le niveau d'indépendance du conseil (% d'indépendants).

- **La participation des salariés actionnaires au conseil**

Nous nous sommes placés du côté des avantages de la participation des salariés actionnaires au conseil pour la formulation de nos hypothèses. Pour tester empiriquement l'effet de ce mécanisme sur nos variables à expliquer, nous retenons une variable de type binaire (**AdS**), prenant la valeur 1 quand au moins un salarié actionnaire a un poste d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ; et sinon 0.

- **La taille du conseil**

La variable taille du conseil (**TC**) est le nombre de membres au conseil.

- **La dualité**

La variable **Dual** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsque le président du conseil est aussi le directeur général ; et sinon 0. Pour les sociétés à directoire et conseil de surveillance, Dual est systématiquement codée 0.

- **Le comité d'éthique et/ou de gouvernance**

La variable **(CEG)** est une variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'il existe un comité d'éthique et/ou de gouvernance ; et sinon 0.

- **L'actionnariat salarié**

Dans les travaux antérieurs, plusieurs indicateurs sont retenus pour mesurer cette variable. Hammer et Stern (1980) ont retenu la part du capital détenu par les salariés. Klein (1987), Faley et al. (2006) et Guedri et Hollandts (2008a) ont retenu le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés. Trébucq (2002) et Guedri et Hollandts (2008a) ont retenu une variable binaire (1,0) sur la présence d'actionnaires salariés au capital.

Au-delà de la prise en compte de l'actionnariat salarié, le pourcentage des droits de vote permet de mieux appréhender le rôle joué par les salariés actionnaires en termes de pouvoir. Dans le cadre de notre étude, nous retenons la variable **(PDVS)** qui représente le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés.

- **La propriété institutionnelle**

Dans certaines études antérieures, plusieurs indicateurs sont utilisés pour mesurer cette variable. Paquerot (1996), Bushee (2001), Mitra et Cready (2005) ont retenu comme indicateur le pourcentage du capital détenu par les actionnaires institutionnels. Quant à Gharbi et Lepers (2008), ils ont retenu trois indicateurs : la présence d'actionnaires institutionnels, le pourcentage des droits de vote détenus par les actionnaires institutionnels, et le pourcentage du capital détenu par les actionnaires institutionnels. Dans le cadre de notre étude, à l'instar de Piot et Missionier-Perrat (2009), nous retenons la présence d'actionnaires institutionnels comme indicateur **(AI)** ; c'est une variable binaire prenant la valeur 1 en cas de présence d'actionnaires institutionnels identifiés ; et sinon 0.

### 1.3 Variables de contrôle

L'inclusion de variables de contrôle permet d'améliorer le degré de validité externe des résultats (Thiéart, 1999, p. 282). Pour notre étude, nous retenons les variables suivantes.

**Taille de l'entreprise (TE)**, la prise en compte de la taille est indispensable dans une optique comparative. Dans le cadre de notre étude, la taille peut affecter la création et l'appropriation de la valeur partenariale. Une entreprise de grande taille a un poids économique plus



important et offre par conséquent plus de sécurité pour les parties prenantes explicites. Elle peut avoir aussi un fort pouvoir de négociation dans la chaîne de valeur. Elle a une plus grande propension à créer de la valeur partenariale et à s'approprier cette valeur.

La littérature montre que la variable taille a été opérationnalisée de différentes manières. Nous identifions trois mesures : les ventes, le total de l'actif et l'effectif des salariés. Dans le cadre de notre étude et à la manière de Trébucq (2002), Poulain-Rehm (2006) et Gharbi et Lepers (2008), nous retenons le logarithme népérien du total des actifs pour la variable TE.

**Secteur d'activité**, la création de valeur doit être évaluée relativement à la performance du secteur. Des différences systématiques peuvent exister d'un secteur à l'autre en raison du modèle économique ou d'autres facteurs macro-économiques, qu'il convient de contrôler. Depuis le 16/01/2006, le code ICB est généralisé à l'ensemble des sociétés cotées dans le monde, permettant ainsi des analyses et des comparaisons sectorielles d'un pays à l'autre. La hiérarchie ICB est décomposée en 10 industries, 19 super-secteurs, 41 secteurs et 114 sous secteurs. Nous avons retenu 8 secteurs<sup>32</sup>. Nous avons sélectionné le niveau trois de l'ICB : Bâtiment et matériaux de construction (**S1**), Equipements électroniques électriques (**S2**), Agro-alimentaire (**S3**), Equipement et services santé (**S4**), Pharmacie et biotechnologie (**S5**), Médias (**S6**), Services logiciels & informatiques (**S7**) et Technologie matériel équipement (**S8**).

**Endettement**, cette variable est mesurée par le ratio d'endettement. Le financement par la dette permet de réduire les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976). La discipline imposée par l'endettement est en soi un mécanisme de contrôle. A l'instar de Morck et al. (1988), Agrawal et Knoeber (1996), Barnhart et Rosenstein (1998), d'Arcimoles et Trébucq (2003) et Poulain-Rehm (2006), nous incluons le niveau d'endettement comme variable de contrôle. Cette variable est opérationnalisée par le ratio suivant.

$$\text{Taux d'endettement} = \text{Dettes financières} / \text{Actif total}$$

**bêta**, indicateur de risque de la firme. D'un point de vue théorique, la rentabilité d'un investissement devrait être associée positivement aux risques qu'il génère. La valeur naît de la confrontation entre rentabilité et risque : il y a création de valeur uniquement quand la rentabilité est supérieure au risque. Le bêta mesure la volatilité de la rentabilité par rapport à la volatilité du marché. Il exprime la sensibilité de la rentabilité de l'action aux fluctuations de la rentabilité du marché. Si bêta est supérieur à 1, l'action est plus risquée que le marché.

<sup>32</sup> Ce choix est justifié par la suite, en section 3 de ce chapitre.

**Ratio de Marris**, dénommé *Market to book (M/B)*, c'est un indicateur de valorisation boursière. Il mesure la performance anticipée par le marché des capitaux. Sur une période, il est possible d'observer si les marchés financiers accordent une prime managériale aux firmes mieux gérées. C'est le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres. Si le ratio de Marris est supérieur à 1, le marché est confiant dans la capacité de la firme à créer de la valeur pour les actionnaires. Cette variable est opérationnalisée par le ratio suivant.

$$M/B = \text{Capitalisation boursière} / \text{Capitaux propres}$$

L'opérationnalisation des variables étant précisée, nous présentons dans le paragraphe suivant nos modèles de régression.

## 2. Modèles de régression et synthèse des variables

D'abord, nous exposons nos modèles de régression (2.1). Ensuite, nous opérons une présentation synthétique de nos variables (2.2). Enfin, nous faisons une synthèse des variables opérationnalisées (2.3).

### 2.1 Modèles de régression

Afin de tester nos hypothèses (H1 et H1a à H1g) concernant la création de la valeur partenariale, deux modèles empiriques sont formulés. Dans chacun des modèles la variable à expliquer est la valeur partenariale. Le premier modèle est complet avec toutes les variables. Le second est un modèle partiel avec un terme générique "Gov" qui sera remplacé par chacune des variables. Les deux modèles de régression, utilisés pour le premier volet, sont présentés comme suit.

#### Volet 1 : création de la valeur partenariale

##### **Modèle complet**

$$VP_{it} = \beta_0 + \beta_1 AdI_{it} + \beta_2 AdS_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 CEG_{it} + \beta_6 AI_{it} + \beta_7 PDVS_{it} + \beta_8 TE_{it} + \beta_9 Dette_{it} + \beta_{10} \text{bêta}_{it} + \beta_{11} M/B_{it} + \sum_{i2-18} S1-S7 + \varepsilon_{it}$$

(M1)

**Volet 1 : création de la valeur partenariale****Modèle partiel**

$$VP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gov_{it} + \beta_2 TE_{it} + \beta_3 Dette_{it} + \beta_4 \text{bêta}_{it} + \beta_5 M/B_{it} + \sum_{6-12} S1-S7 + \varepsilon_{it}$$

**(M1.1)**

Avec :

**Variable à expliquer**

- $VP_{it}$  = valeur partenariale de la firme i de l'année t ;

**Variables d'intérêt**

- $AdI_{it}$  = le pourcentage des administrateurs indépendants de la firme i de l'année t ;
- $AdS_{it}$  = variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'il y a une présence d'un ou plusieurs actionnaire(s) salarié(s) dans le conseil d'administration ou de surveillance de la firme i de l'année t ;
- $TC_{it}$  = nombre d'administrateurs au conseil de la firme i de l'année t ;
- $DUAL_{it}$  = variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'il y a non séparation de directeur général et président du conseil chez la firme i de l'année t ;
- $CEG_{it}$  = variable binaire prenant la valeur 1 s'il existe un comité d'éthique et/ou de gouvernance au sein de la firme i de l'année t, sinon 0 ;
- $AI_{it}$  = variable binaire prenant la valeur 1 s'il existe des actionnaires institutionnels identifiés de la firme i de l'année t, sinon 0 ;
- $PDVS_{it}$  = Le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés de la firme i de l'année t ;
- Gov = la variable gouvernance "générique" qui va prendre la valeur de chacune des variables d'intérêt citées ci-dessus.

**Variables de contrôle**

- $Dette_{it}$  = l'endettement de la firme i en l'année t mesurée par la valeur comptable de la dette divisé par l'actif ;
- $TE_{it}$  = taille de la firme i pour l'année t ;
- $\text{bêta}_{it}$  = risque spécifique de la firme i pour l'année t ;

- $M/B_{it}$  = le ratio de Marris de la firme  $i$  en l'année  $t$  mesuré par le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres ;
- $S1$  = Bâtiment et matériaux de construction ;
- $S2$  = Equipements électroniques électriques ;
- $S3$  = Agroalimentaire ;
- $S4$  = Equipement et services santé ;
- $S5$  = Pharmacie et biotechnologie ;
- $S6$  = Médias ;
- $S7$  = Services logiciels & informatiques ;
- $S8$  = Technologie matériel équipement ;
- $\varepsilon$  = terme résiduel.

Afin de tester notre hypothèse H2, le pourcentage de la valeur partenariale appropriée par la firme est régressé sur les variables explicatives définies précédemment. Notre modèle est formulé comme suit.

***Volet 2 : Appropriation de la valeur partenariale par la firme***

$$VAFi_{it} = \beta_0 + \beta_1 AdI_{it} + \beta_2 AdS_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 CEG_{it} + \beta_6 AI_{it} + \beta_7 PDVS_{it} + \beta_8 TE_{it} + \beta_9 Dette_{it} + \beta_{10} \text{bêta}_{it} + \beta_{11} M/B_{it} + \sum_{12-18} S1-S7 + \varepsilon_{it}$$

(M2)

Avec :

**Variable à expliquer**

- $VAFi_{it}$  = valeur partenariale appropriée par la firme  $i$  de l'année  $t$  ;

Les variables d'intérêt et les variables de contrôle sont les mêmes que pour le modèle M1.

Pour mesurer la relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les PPE et pour tester nos hypothèses H3 à H7, le modèle M3 est formulé. La variable à expliquer est la part de la valeur partenariale appropriée par chacune des parties prenantes. Le modèle de régression est présenté comme suit.

**Volet 2 : Appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites**

$$VAPPE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AdI_{it} + \beta_2 AdS_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 CEG_{it} + \beta_6 AI_{it} + \beta_7 PDVS_{it} + \beta_8 TE_{it} + \beta_9 Dette_{it} + \beta_{10} \text{bêta}_{it} + \beta_{11} M/B_{it} + \sum_{12-18} S1-S7 + \varepsilon_{it}$$

**(M3)**

Avec :

**Variables à expliquer**

- $VAPPE_{it}$  = valeur partenariale appropriée par les parties prenantes explicites de la firme i de l'année t, cette variable va prendre les valeurs suivantes :
- $VAS_{it}$  = valeur partenariale appropriée par les salariés de la firme i de l'année t ;
- $VAC_{it}$  = valeur partenariale appropriée par les clients de la firme i de l'année t ;
- $VAF_{it}$  = valeur partenariale appropriée par les fournisseurs de la firme i de l'année t ;
- $VACF_{it}$  = valeur partenariale appropriée par les créanciers financiers de la firme i de l'année t ;
- $VAA_{it}$  = valeur partenariale appropriée par les actionnaires de la firme i de l'année t.

Les variables d'intérêt et les variables de contrôle sont les mêmes que pour les autres modèles.

Présentation synthétique des variables

Tableau 13 : Synthèse des variables

Variables à expliquer : performance de l'entreprise		
Critère	Mesure retenue	Abréviation, description, Calcul
Valeur partenariale	Création de la rente organisationnelle	VP, c'est la richesse créée pour toutes les parties prenantes, la valeur partenariale est égale aux ventes d'opportunité moins les charges d'opportunité.
		$VP = \text{ventes d'opportunités} - \sum \text{des coûts d'opportunité, c'est la rente organisationnelle}$
Appropriation de la rente organisationnelle	Pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par la firme	<p>VAFi% : pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par la firme.</p> $VAFi\% = \frac{VAFi}{VP}$
	Pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les clients	<p>VAC% : pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les clients.</p> $VAC\% = \frac{VAC}{VP}$
	Pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les fournisseurs	<p>VAf% : pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les fournisseurs.</p> $VAf\% = \frac{VAf}{VP}$
	Pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les salariés	<p>VAS% : pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les salariés.</p> $VAS\% = \frac{VAS}{VP}$
	Pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les créanciers financiers	<p>VACF% : pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les créanciers financiers.</p> $VACF\% = \frac{VACF}{VP}$
	Pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les actionnaires	<p>VAA% : pourcentage de la rente organisationnelle appropriée par les actionnaires.</p> $VAA\% = \frac{VAA}{VP}$

Suite tableau 13

Variables explicatives		
Critère	Mesure retenue	Abréviation, description, calcul
Administrateurs indépendants	Proportion d'administrateurs indépendants au conseil	<p><b>AdI</b> : représente le niveau d'indépendants du conseil</p> $AdI\% = \frac{\text{Nombre d'administrateurs indépendants}}{\text{Nombre total d'administrateurs}}$
Participation des salariés actionnaires au conseil	Salariés administrateurs	<b>AdS</b> : variable binaire codée 1 quand au moins un salarié actionnaire a un poste d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance, et 0 sinon.
Taille du conseil	Taille du conseil	<b>TC</b> : le nombre de membres au conseil.
Dualité du conseil	Dual	<b>Dual</b> : variable binaire codée 1 lorsque le président du conseil est aussi le directeur général, et 0 sinon.
Comité d'éthique et/ou de gouvernance <sup>33</sup>	Présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance	<b>CEG</b> : variable binaire codée 1 lorsqu'il existe un comité d'éthique et/ou de gouvernance, et 0 sinon.
Actionnariat salarié	Pourcentage des droits de vote accordés aux salariés	<p><b>PDVS</b> : représente le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés.</p> $PDVS\% = \frac{\text{Droit de vote des salariés}}{\text{Droit de vote total}}$
Propriété institutionnelle	Présence d'actionnaires institutionnels identifiés	<b>AI</b> : variable binaire codée 1 en cas de présence d'actionnaires institutionnels identifiés, et 0 sinon.

<sup>33</sup> Nous n'avons pas pris en compte les autres comités (audit, rémunération, nomination...) parce que (1) la majorité des entreprises ont déjà adopté ces comités, (2) nous faisons l'hypothèse que la présence d'un comité d'éthique/de gouvernance caractérise l'engagement de la firme vers des pratiques de « bonne gouvernance ».

Suite tableau 13

Variables de contrôle		
Critère	Mesure retenue	Abréviation, description
Taille entreprise	Total Actif	<p><b>TE</b> : variable continue qui mesure le total de l'actif de l'entreprise</p> $TE = \text{Logarithme total Actif}$
Secteur d'activité	Bâtiment et matériaux de construction ; Equipements électroniques électriques ; Agro alimentaire ; Equipement et services santé ; Pharmacie et biotechnologie ; Médias ; Services logiciels & informatiques Technologie matériel équipement	<p><b>S</b> : variable continue qui mesure l'appartenance de l'entreprise à un secteur d'activité.</p> $S = 1, \text{ si l'entreprise appartient à son secteur sinon } S=0.$
Endettement	Taux de l'endettement	<p><b>END</b> : variable continue qui mesure le niveau d'endettement</p> $END = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capitaux propres}} \text{ en } \%$
Ratio de Marris	Valorisation boursière	<p><b>M/B</b> : mesure la performance anticipée par le marché des capitaux.</p> $M/B = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Capitaux propres}}$
bêta	Coefficient de sensibilité de l'action	<p><math>\beta</math> : mesure la volatilité de la rentabilité de l'action par rapport à la volatilité du marché.</p>



## Conclusion de la section 2

Cette section avait pour objectif de présenter l'opérationnalisation des variables ainsi que nos modèles. Après avoir précisé nos deux variables à expliquer (la valeur partenariale et le pourcentage de rente organisationnelle approprié par la firme), nous avons défini les variables explicatives et les variables de contrôle. Ensuite, nous avons présenté les modèles de ce travail doctoral.

Notre travail est constitué de deux volets, le premier revient à tester l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de la valeur partenariale. Il est opéré au moyen de nos modèles de régression **M1 et M1.1**. Le deuxième volet consiste à mesurer l'impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et par les autres parties prenantes explicites. Les mesures sont opérées par nos modèles **M2, M3 et M3.1, M3.2, M3.3, M3.4, M3.5**.

L'opérationnalisation de nos variables et de nos modèles étant précisée, nous présentons la construction de nos échantillons (*benchmark* et test) ainsi qu'un descriptif des sociétés les composant. Cette présentation fera l'objet de la section suivante.

## **SECTION3 : CONSTRUCTION ET DESCRIPTION DES DONNÉES ET DES ÉCHANTILLONS *BENCHMARK* ET TEST**

---

Compte tenu de notre problématique, de nos questions de recherche, nous adoptons une approche quantitative issue de données secondaires pour notre modèle de mesure de la rente organisationnelle, et de données primaires pour vérifier l'ensemble des hypothèses de recherche. Nous présentons la démarche de construction de nos échantillons « *benchmark* » et « test » (§1), puis nous abordons les sources mobilisées pour la collecte des données (§2).

### **1. Démarche de construction de nos échantillons « *benchmark* » et « test »**

Nous utilisons deux bases de données. La première, pour le *benchmarking* afin de calculer les ressources mobilisées. La base « *benchmark* » est composée de données secondaires. Ces données sont recueillies par d'autres selon une certaine méthodologie et disponibles au moment de l'analyse. Elles sont accessibles en volume via des bases de données. La deuxième est notre base « test », et sert à tester nos hypothèses.

La première étape de notre recherche consiste à calculer la valeur partenariale et l'appropriation de cette dernière par les parties prenantes explicites : clients, fournisseurs, salariés, créanciers financiers et actionnaires. Nous utilisons notre modèle de mesure développé à la section 1 §2 pour calculer la valeur partenariale ainsi que son appropriation par les différentes parties prenantes. Ce calcul passe par la détermination d'un benchmark.

D'abord, nous exposons notre démarche pour construire notre échantillon « *benchmark* » (1.1). Ensuite, l'échantillon « test » sera présenté (1.2).

#### **1.1. Échantillon « *benchmark* »**

Notre méthodologie empirique, pour la construction de notre échantillon « *benchmark* », comporte quatre étapes.

##### **1<sup>ère</sup> étape : Choix de l'échelle de *benchmarking***

Nous avons posé la question suivante : quelle frontière de *benchmarking* faut-il utiliser pour mesurer les valeurs partenariales ? Les firmes françaises cotées sont des groupes

internationaux voire des multinationales. De ce fait, il faut les replacer dans un environnement concurrentiel à cette mesure. Nous avons opté pour une approche européenne de la concurrence, en tenant compte plus précisément des 27 pays de l'Union européenne ainsi que la Suisse et la Norvège. Ce choix de l'échelle de *benchmarking* sur 29 pays forme un compromis entre (1) la pertinence économique des environnements concurrentiels, et (2) la recherche d'une harmonie « minimale » dans le *reporting* financier (application des IFRS à l'Espace Economique Européen depuis 2005).

La dimension européenne est ainsi retenue afin de disposer d'une population la plus homogène possible, en termes de *reporting* financier, et conséquente, qui permette un découpage en plusieurs sous échantillons de taille suffisante.

## **2<sup>ème</sup> étape : Choix et justification du référentiel de classification sectorielle (ICB) et du niveau d'analyse pour le *benchmarking***

La création de la valeur partenariale doit être évaluée relativement à la performance du secteur. Quel référentiel de classification sectorielle faut-il choisir ? Outre le système américain SIC, il y a deux systèmes concurrents pour la classification d'entreprises dans les industries et les secteurs, le GICS Vs. ICB<sup>34</sup> ?

Le premier système, le *Global Industry Classification Standard* (GICS), a été élaboré conjointement par Morgan Stanley Capital International (MSCI) et Standard & Poors (S&P). Selon GICS, ce système est appliqué à plus de 35 000 entreprises. La classification GICS est orientée vers le marché. Par exemple, la distinction entre biens et services de consommation a été remplacée par consommation discrétionnaire et consommation de base qui contient à la fois les biens et les services.

Le deuxième système, l'*Industry Classification Benchmark* (ICB), a été élaboré conjointement par *Dow Jones Indexes* et *FTSE Group*. Selon ICB, ce système classifie plus de 60 000 entreprises dans plus de 70 pays. La norme ICB a été adoptée par les bourses au niveau mondial. La classification ICB attribue à chaque société un sous-secteur qui décrit au mieux la nature de ses activités. Elle adopte une approche axée sur la production, c'est-à-dire que le classement est fait en fonction de ce que l'entreprise produit. Une entreprise qui produit

<sup>34</sup> D'autres systèmes de classification existent. Le SIC Standard Industrial Classification a été établi en 1930 et révisé plusieurs fois, la dernière révision s'est faite en 2008. C'est un système de classification des industries utilisant 4 chiffres. Bhojraj et al (2003) ont constaté que le système GICS est significativement meilleur pour l'explication de rendements des actions et des ratios financiers clés (Carson, 2009).

un bien peut être classée différemment d'une entreprise qui offre un service, même si les deux sont vendus sur le même marché.

Les deux systèmes de classification GICS et ICB sont plus semblables que différents. Chacun a une structure à quatre niveaux : industrie, super secteur, secteur et sous-secteur. A l'exception des industries de consommation, les huit autres industries de l'ICB correspondent étroitement aux huit du GICS<sup>35</sup>. Aux niveaux inférieurs, il y a plus de différences. Par exemple, dans l'ICB, les entreprises de charbon se trouvent dans les « matériaux de base », mais sous les GICS, ces entreprises sont classées en énergie.

La plus grande différence entre les deux systèmes est la façon dont les entreprises sont classifiées au niveau du secteur. Avec l'ICB, les entreprises sont divisées entre fournisseurs de biens et prestataires de services ; avec les GICS, les entreprises sont classées par des distinctions cycliques/non cycliques ou entre dépenses discrétionnaires et consommations de base. Les entreprises de consommation discrétionnaire produisent des biens et des services qui ne sont pas considérés de première nécessité, et ont tendance à être touchées par le ralentissement économique, par exemple, les fabricants automobiles, les restaurants, etc. Le secteur de la consommation discrétionnaire est considéré comme un secteur cyclique. Le secteur de la consommation de base contient les entreprises qui fournissent les biens et les services de consommation courante, qui seront moins affectées par un ralentissement économique, par exemple, les producteurs alimentaires. Ce secteur est considéré comme non cyclique.

Au global, les différences entre les deux systèmes sont minimales. La question est : lequel choisir ? Pour notre étude empirique, nous avons choisi la classification sectorielle ICB : (1) c'est une approche axée sur la production et non sur le marché, un classement selon la production devrait se révéler plus fiable pour placer/regrouper les firmes selon le critère de concurrence directe ; (2) elle est utilisée par plus de 70 pays et adoptée par les bourses majeures dans le monde entier, notamment la bourse de Londres ; (3) toutes les entreprises dont les indices ne sont pas associés à l'utilisation exclusive de MSCI et S&P utilisent la classification ICB.

<sup>35</sup> Les industries selon GICS : 1- Energie ; 2- Matériels ; 3- Industrie ; 4- Consommation discrétionnaire ; 5- Consommation de base ; 6- Santé ; 7- Finance ; 8- Technologie de l'information ; 9- Services de télécommunication, 10- Utilitaires.

Les Industries selon ICB : 1- Pétrole et gaz ; 2- Matériaux de base ; 3- Industrie ; 4- Biens de consommation ; 5- Santé ; 6- Services aux consommateurs ; 7- Télécommunications ; 8- Utilitaires ; 9- Finance ; 10- Technologie.

Cette classification est organisée en quatre niveaux hiérarchiques : 10 industries, 19 super secteurs, 41 secteurs et 114 sous-secteurs. Le niveau 3 (les 41 secteurs) semble un bon compromis, entre un niveau de précision satisfaisant pour séparer les entreprises de façon assez fine et disposer ainsi de secteurs relativement homogènes, et un nombre suffisant de firmes dans chaque segment pour donner du sens au *benchmarking*.

### **3<sup>ème</sup> étape : Constitution de la base d'analyse pour le *benchmarking***

Notre base d'analyse pour le *benchmarking* est constituée de l'inventaire des firmes cotées référencées dans *Worldscope* pour les 29 pays ciblés (les 27 pays Européens plus la Suisse et la Norvège).

Nous avons fait un filtrage qualitatif des firmes. Nous avons éliminé les firmes : (1) sans code ISIN (nécessaire pour appariement ultérieur avec *Datastream*), (2) dont le code ICB n'est pas renseigné, (3) appartenant au secteur de la finance. Ce secteur financier n'est pas retenu parce que, d'une part, il a une réglementation spécifique et le format des comptes est différent des autres secteurs ; il est difficile d'y appliquer le modèle de Charreaux. Et d'autre part, l'autorité prudentielle y est plus contraignante ; la réglementation en matière de gouvernance y est beaucoup plus stricte, donc on relève moins de variance dans les structures de gouvernance. Cette stabilité le rend moins pertinent pour notre étude. Nous délaissions ensuite celles (4) qui publient des comptes non consolidés, ou dans un référentiel autre qu'IFRS sur la période 2006-2010 (le critère de comptes publiés en IFRS est important pour la comparabilité du *reporting* financier), et (5) celles dont l'exercice comptable ne fait pas douze mois pour des problèmes de cohérence dans le calcul des ratios financiers.

En appliquant ces critères de filtrage qualitatif, nous obtenons une base de *benchmarking*, avant *matching* *Datastream*, qui est constituée de **3076** entreprises.

### **4<sup>ème</sup> étape : explications et justifications des secteurs non retenus (autres que ceux de la finance)**

Nous allons continuer la construction de notre base en abordant un filtrage quantitatif et qualitatif pour sélectionner les secteurs retenus. Notre filtrage quantitatif va nous conduire à choisir (1) un nombre suffisant de firmes européennes dans chaque secteur, et (2) un nombre suffisant de firmes françaises dans chaque secteur pour des raisons de représentativité

économique du secteur vis-à-vis de l'échantillon « test »<sup>36</sup>. Le résultat de notre filtrage quantitatif est présenté en annexe 1. Après ce filtrage quantitatif, nous avons retenu les 13 secteurs d'activité suivants : 2350 Bâtiment et matériaux de construction, 2730 Equipements électroniques électriques, 2750 Ingénierie industrielle, 2790 Services supports, 3570 Agro-alimentaire, 3760 Articles personnels, 4530 Equipement et services santé, 4570 Pharmacie et biotechnologie, 5370 Distributeurs généralistes, 5550 Médias, Voyages & loisirs, 9530 Services logiciels & informatiques, 9570 Matériel équipement.

Après ce filtrage quantitatif, nous opérons un filtrage qualitatif qui consiste à retenir les secteurs jugés suffisamment homogènes. Un secteur regroupe l'ensemble des entreprises exerçant la même activité principale (Hussain, 1997). Un secteur est homogène lorsqu'il regroupe la même activité ou une activité proche au regard de la nomenclature.

Nous examinons la diversité économique des sous-secteurs qui composent chacun des 13 secteurs retenus suite au filtrage quantitatif, afin de sélectionner les secteurs les plus homogènes possibles. Par exemple, nous avons écarté le secteur « ingénierie industrielle » parce qu'il est composé des sous-secteurs assez différents: véhicules commerciaux et camions, mais aussi outillage industriel.

Suite à ce filtrage qualitatif, nous n'avons retenu que 8 secteurs sur les 13 sélectionnés suite au filtrage quantitatif. Le résultat de notre filtrage qualitatif est présenté dans l'annexe 1.

Après ces filtres, et avant le cadrage avec *Datastream*, notre base d'analyse est constituée des 8 secteurs suivants :

- 1 - Bâtiment et matériaux de construction
- 2 - Equipements électroniques électriques
- 3 - Agro-alimentaire
- 4 - Equipement et services santé
- 5 - Pharmacie et biotechnologie
- 6 - Médias
- 7 - Services logiciels & informatiques
- 8 - Technologie matériel équipement

---

<sup>36</sup> Des firmes vont disparaître lors du cadrage avec *Datastream* et pendant l'extraction des données comptables et financières sur *Worldscope*. Il faut disposer d'un nombre suffisant de données pour que l'échantillon « test » soit à la fois représentatif et raisonnable en termes de coût de collecte des données sur la gouvernance.

## 1.2. Échantillon « test »

Il correspond à l'échantillon pour tester l'ensemble des hypothèses de recherche. Il sera utilisé pour le volet 1 (mécanismes de gouvernance et création de la valeur partenariale), ainsi que pour le volet 2 (mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale). Cet échantillon est constitué uniquement des entreprises françaises cotées. Il est constitué de l'ensemble des entreprises françaises de la base « *benchmark* », pour lesquelles les données primaires et secondaires ont pu être collectées.

## 2. Source des données

La période d'observation retenue est (2006, 2008 et 2010). Ce choix s'explique par la volonté de travailler dans un environnement comptable relativement harmonisé (période post-IFRS en Europe), tout en considérant que les pratiques de gouvernance puissent évoluer, car sujettes à une production doctrinale importante depuis les scandales du début des années 2000.

Pour notre base « *benchmark* », nous avons fait le cadrage avec *Datastream* et effectué l'extraction des données concernant les indices de marchés actions nationaux et la rentabilité hebdomadaire sur une période allant du 31/12/2004 au 31/12/2010 pour avoir des bêtas calculés en rentabilité hebdomadaire, sur deux années avant chaque fin d'année (2006, 2008 et 2010).

Pour les données comptables et financières, elles sont secondaires. L'avantage de ces données pour le chercheur est qu'elles permettent, selon Mayrhofer (2006), d'éviter les biais dus à la récolte. Face à ces avantages, les données secondaires présentent certains risques : elles sont souvent agrégées et masquent, de ce fait, certains détails. Mayrhofer (2006) en déduit alors qu'elles « permettent rarement de répondre avec précision au problème posé ». Le contrôle de la qualité des données disponibles et leur adéquation avec l'utilisation que l'on souhaite est difficile, sans oublier le risque de l'absence de certaines variables ou dimensions nécessaires à la recherche. Malgré ces risques et limites inhérents à ce type de données, nous fondons notre recherche sur des données secondaires parce qu'elles répondent le mieux à notre objectif qui est l'estimation des rentes organisationnelles à travers une approche de *benchmarking*.

Pour la collecte des données, nous avons été amenés à utiliser la base *Worldscope*. Nos données comptables, financières, qui sont extraites de cette base, couvrent la période 2006, 2008 et 2010, soit 3 ans.

Pour notre base « test », la même question est posée pour ce qui est du recueil des données adaptées à notre questionnement de recherche. Faut-il des données primaires ou secondaires ? Contrairement à la base « *benchmark* », notre modèle de recherche est testé empiriquement, à partir de données primaires pour les mécanismes de la gouvernance. Le recueil des données, pour notre étude empirique, porte sur des sociétés françaises cotées sur la même période que pour la base « *benchmark* », c'est-à-dire 2006, 2008 et 2010. Pour la collecte, les données primaires sont extraites de documents de référence déposés à l'AMF et des sites Internet des entreprises.

Suite aux extractions des données de *Datastream* et *Worldscope* et après élimination des entreprises ayant des bêtas négatifs, nos deux bases « benchmark » et « test » sont présentées dans le tableau suivant.

**Tableau 14 : Bases « *benchmark* » et « test »**<sup>37</sup>

Secteurs	Base « <i>benchmark</i> »		Base « test »	
	Nombre de firmes	Pourcentage	Nombre de firmes	Pourcentage
1- Bâtiment et matériaux de construction	105	18,95	9	8,74
2- Equipements électroniques électriques	78	14,26	13	12,62
3- Agro-alimentaire	73	13,18	8	7,77
4- Equipement et services santé	52	9,39	12	11,65
5- Pharmacie et biotechnologie	52	9,39	12	11,65
6- Médias	64	11,55	17	16,50
7- Services logiciels & informatiques	76	13,72	19	18,45
8- Technologie Matériel équipement	53	9,57	13	12,62
Totaux	553	100,00	103	100,00

Pour la deuxième étape, pour les volets 1 et 2, notre échantillon final est de 103 entreprises cotées sur Paris et observées sur la même période de 3 ans, soit 309 observations.

<sup>37</sup> La liste des entreprises françaises cotées est présentée en annexe 2.



### Conclusion de la section 3

Cette section avait pour objectif de présenter la démarche de construction de nos deux bases : « *benchmark* » et « test ». Notre base d'analyse pour le *benchmarking* est constituée par l'inventaire des firmes cotées référencées dans *Worldscope* pour les 29 pays de l'EEE (les 27 pays européens plus la Suisse et la Norvège).

Nous avons fait un filtrage qualitatif des firmes. Nous avons éliminé les firmes : (1) sans code ISIN, (2) dont le code ICB n'est pas renseigné, (3) appartenant au secteur de la finance. De même, nous avons délaissé celles (4) qui publient des comptes non consolidés, ou dans un référentiel autre qu'IFRS sur la période 2006-2010. Le critère de comptes publiés en IFRS est important pour la comparabilité du *reporting* financier. (5) Nous avons rejeté aussi celles dont l'exercice comptable dépasse les douze mois pour des problèmes de cohérence dans le calcul des ratios financiers. Suite à ce filtrage qualitatif, nous avons retenu 13 secteurs d'activité. Ensuite, nous avons effectué un filtrage quantitatif et qualitatif pour sélectionner les secteurs d'activités. Nous avons obtenu notre base « *benchmark* », constituée de 8 secteurs, qui va servir à estimer les rentes organisationnelles et leurs appropriations.

Pour notre base « test », nous nous sommes focalisés sur les entreprises françaises cotées. L'ensemble de nos entreprises couvre les huit secteurs d'activité de la base benchmark: Bâtiment et matériaux de construction, Equipements électroniques électriques, Agro-alimentaire, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie, Médias, Services logiciels & informatiques et Technologie matériel équipement.

Après avoir présenté cette démarche, nous avons précisé les sources de données. Pour la collecte des données concernant notre base « *benchmark* » nous avons été amenés à utiliser une source de données secondaires, à savoir la base de données *Datastream* pour les indices de marchés pays et les rentabilités hebdomadaires, et la base *Worldscope* pour les données comptables et financières.

Pour notre base « test », nous avons choisi des sources de données primaires, et utilisé les documents de référence déposés à l'AMF et les sites Internet des entreprises.

Pour la première étape, concernant la création et l'appropriation de la valeur partenariale, nous avons sélectionné 553 entreprises par an dans les huit secteurs d'activité cités ci-dessus. Dans la deuxième étape concernant l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale, nous avons retenu 103 entreprises françaises cotées. Elles sont réparties entre les huit secteurs cités ci-dessus pour chacune des années 2006, 2008 et 2010.

Cette section a donc consisté à mettre en place nos deux échantillons et nos données. Les calculs de la création et de l'appropriation de la valeur partenariale feront l'objet de la section suivante.

## **SECTION4 : CALCUL ET APPROPRIATION DE LA VALEUR PARTENARIALE**

---

Pour calculer la valeur partenariale de notre modèle, nous allons suivre les cinq étapes présentées dans la figure 21 (pages 137 et 138). L'analyse se faisant de manière sectorielle, nous avons constitué un échantillon d'entreprises pour huit secteurs : Bâtiment et matériaux de construction, Equipements électroniques électriques, Agro-alimentaire, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie, Médias, Services logiciels & informatiques et Technologie matériel équipement.

Pour obtenir la valeur partenariale, il est nécessaire de réaliser les calculs sur chacune des entreprises de chaque secteur. Toutefois, seuls les calculs, concernant l'entreprise Lafarge (du secteur 1, Bâtiment et matériaux de construction) seront explicités par souci de clarté et de concision. La valeur partenariale est égale à la différence entre les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité (des clients, des fournisseurs, des salariés, créanciers financiers et actionnaires). Notre objectif est donc d'estimer les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité pour chaque entreprise.

Nous verrons l'utilisation de notre modèle pour calculer la valeur partenariale et son appropriation par les parties prenantes explicites (§1). Puis nous analyserons et interpréterons les résultats obtenus (§2).

### **1. Calcul de la valeur partenariale et de son appropriation**

Ce calcul va s'effectuer selon notre modèle en suivant cinq étapes retenues.

#### **Etape 1 : Calcul des coûts et des ressources mobilisées**

Les ressources mobilisées sont composées de la somme du capital financier, du capital humain et du capital externe. Les deux derniers sont obtenus par actualisation ; mais à quel taux ?

### 1.1. Choix et calcul du taux d'actualisation : le coût moyen pondéré des capitaux (CMPC)

Pour calculer la valeur partenariale, le choix d'un taux d'actualisation va se poser. Le coût moyen pondéré du capital ou Wacc (pour *Weighted Average Cost of Capital*) est le taux d'actualisation traditionnellement utilisé dans la mise en œuvre de la méthode d'actualisation. Le Wacc est populaire dans les manuels de finance comme dans l'univers des praticiens.

$$Wacc = R_c * \frac{CP}{CP + DF} + R_d(1 - T_e) * \frac{DF}{CP + DF}$$

Avec :

$R_c$  : Coût des capitaux propres ;

$CP$  : Capitaux propres ;

$DF$  : dettes financières, est l'encours de dette moyen de l'exercice qui est la moyenne des encours de dette entre le début et la fin de l'année comptable (Pittman et Fortin (2004), Francis, Lafond, Olsson et Schipper (2005)) ;

$R_d$  : Le coût de la dette ;

$T_e$  : Taux effectif d'impôt.

Pour calculer le Wacc, il faut déterminer le coût des capitaux propres et le coût de la dette financière. Le coût des capitaux propres est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Il est estimé par le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers). Ce modèle est utilisé en finance pour la gestion de portefeuille mais aussi pour déterminer le coût des fonds propres des firmes dans le cadre de la politique d'investissement par exemple.

Selon le modèle de marché, le risque attaché à un titre peut être décomposé entre un risque de marché et un risque spécifique. Comme la composante spécifique peut être éliminée par diversification, la prime de risque requise pour détenir ce titre ne dépendra que de son niveau de risque systématique, autrement dit de sa contribution individuelle au risque du portefeuille de marché, exprimée par la covariance entre le titre et le portefeuille de marché.

On obtient :

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] * [COV(R_i, R_M) / VAR(R_M)]$$

$$\text{Soit : } E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_i$$

Avec :

- $[E(R_M) - R_F]$ , représente la prime de risque de marché ;
- $[E(R_M) - R_F]\beta_i$ , représente la prime de risque global du titre  $i$  ;

- $R_F$  est le taux de rendement d'un actif sans risque, le taux des obligations d'État à long terme (les OAT en France par exemple) ;
- $R_M$  est le taux de rentabilité exigé en moyenne pour le marché ;
- $\beta_i$  mesure, quant à lui, la volatilité de sa rentabilité par rapport à la volatilité du marché.

Ce modèle a néanmoins fait l'objet de nombreuses critiques, fondées essentiellement sur la pauvreté de sa validation empirique<sup>38</sup>. Selon Roll (1977, 1978), il est difficile, voire impossible, de déterminer le portefeuille de marché, c'est-à-dire celui qui contient tous les actifs risqués (actions, obligations, matières premières, immobilier, capital humain, etc.). Il montre comment le choix du portefeuille de référence va conditionner tous les résultats de la mesure de performance. Dès lors que le risque varie au cours de la période, il est plus difficilement mesurable et n'est pas correctement appréhendé par une mesure unidimensionnelle comme la variance de la rentabilité ou le coefficient bêta. Il existerait plusieurs *bêtas* pour une valeur, chacun rendant compte de la sensibilité à un facteur macroéconomique. Malgré ces critiques, nous avons retenu le MEDAF pour estimer le coût des fonds propres par rapport aux autres méthodes car il évite le recours à des prévisions d'analystes et permet donc de limiter la perte d'information sur les firmes de l'échantillon.

Selon le MEDAF, le coût du capital dépend de trois paramètres :

Le premier paramètre est le bêta ( $\beta$ ) qui mesure la volatilité de la rentabilité de l'action par rapport aux indices du marché. Mais l'une des limites de MEDAF est que les bêtas ne sont pas stables dans le temps, et sujets aux perturbations de marché. Le meilleur compromis est de les calculer sur une assez longue période. Dans notre étude, les bêtas sont calculés avec des rentabilités hebdomadaires sur deux années avant chaque fin d'année (pour avoir suffisamment d'observations pour estimer la covariance, soit 104 observations). Pour l'année 2006, par exemple, les bêtas sont estimés sur la période fin 2004 à fin 2006, en prenant pour référence des indices de marchés nationaux dans la base *Datastream*. Nous avons calculé le bêta de chaque société de notre échantillon « *benchmark* », soit pour les trois ans 1659 bêtas calculés (3 \* 553 firmes). Un extrait de calcul de bêta de la société Lafarge de l'année 2010 est présentée dans l'annexe 3. Les statistiques descriptives sur les bêtas sont présentées dans le tableau suivant.

<sup>38</sup> Le modèle repose sur des hypothèses trop simples ou trop restrictives : possibilité d'investir et d'emprunter au taux sans risque ; existence d'actifs uniquement financiers ; pas de coûts de transaction ; marché parfait et rationalité des acteurs ; etc.

Tableau 15 : Statistiques descriptives des bêtas par année et secteur

Année 2006	Nb Firmes	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	0,7284	0,6920	0,0145	1,7920	0,4245
S2	78	0,6217	0,5787	0,0231	1,7262	0,3569
S3	73	0,5142	0,4740	0,0237	1,5562	0,3254
S4	52	0,6281	0,6104	0,0522	1,5229	0,3213
S5	52	0,6354	0,6151	0,0609	1,4945	0,3456
S6	64	0,6485	0,6533	0,1015	1,5052	0,3297
S7	76	0,7490	0,7093	0,0605	1,7905	0,3928
S8	53	0,8192	0,8084	0,0758	1,4952	0,3464
Total	553					
Année 2008	Nb Firmes	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	0,7856	0,7816	0,0926	1,5494	0,3624
S2	78	0,6627	0,6416	0,1006	1,3450	0,3062
S3	73	0,5762	0,5637	0,0297	1,5145	0,3135
S4	52	0,6140	0,6311	0,0916	1,2636	0,2879
S5	52	0,6653	0,6983	0,0529	1,0875	0,2954
S6	64	0,7295	0,7295	0,1012	1,8907	0,3573
S7	76	0,6886	0,6790	0,1095	1,8820	0,3588
S8	53	0,8280	0,8293	0,0545	1,5429	0,3809
Total	553					
Année 2010	Nb Firmes	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	0,7841	0,7802	0,0056	1,7782	0,4168
S2	78	0,6168	0,5296	0,0219	1,8796	0,4015
S3	73	0,4794	0,4798	0,0275	1,2807	0,2770
S4	52	0,4759	0,4147	0,0747	1,2137	0,2767
S5	52	0,6150	0,5584	0,0250	1,5723	0,3218
S6	64	0,6552	0,5747	0,0669	1,8767	0,4244
S7	76	0,6105	0,5783	0,1219	1,6805	0,2724
S8	53	0,7805	0,7893	0,0501	1,7127	0,4335
Total	553					

**Avec :**

**S1 :** Bâtiment et matériaux de construction ; **S2 :** Equipements électroniques électriques ; **S3 :** Agroalimentaire ; **S4 :** Equipement et services santé ; **S5 :** Pharmacie et biotechnologie ; **S6 :** Médias ; **S7 :** Services logiciels & informatiques ; **S8 :** Technologie matériel équipement.

Pour tester la « stabilité » des bêtas dans le temps et entre secteurs, nous avons pratiqué deux Anova, en utilisant la base de données *pooled* (1659 lignes), une par rapport à la modalité "année " ; et l'autre par rapport au secteur d'activité. La première Anova a révélé un effet "année " significatif ( $p = 0.026$ ) ce qui est cohérent avec le contexte de volatilité des marchés associé à la crise de 2008. La deuxième Anova montre un effet inter-secteurs significatif ( $p = 0.000$ ). Il y a une cohérence d'un secteur à l'autre en ce qui concerne le risque systématique des actions. Par exemple, on observe les bêtas les plus bas pour l'agroalimentaire (S3), secteur relativement stable et peu sensible à la conjoncture.

Inversement, les bêtas les plus élevés concernent le secteur technologie (S8), ce qui est cohérent également.

Les bêtas sont cohérents et raisonnables, les mesures de coût de la dette ( $R_d$ ) le sont-elles aussi ? Car le calcul « empirique » des ( $R_d$ ) avec la charge comptable d'intérêt est toujours « bruité » (Piot et Missionier-Piera, 2009). Les mesures<sup>39</sup> de coût de la dette sont présentées en annexe 4. Nous constatons que les ( $R_d$ ) suivent la tendance des OAT 10 ans. Une augmentation en 2008 (crise des dettes souveraines) a été suivie d'une baisse en 2010. Le coût de la dette en 2010 est devenu plus faible qu'en 2006. Des Anova unidimensionnelles révèlent un effet "année " significatif ( $p = 0.000$ ) ce qui est cohérent avec le contexte de volatilité des taux associés à la crise de 2008. En revanche, il n'y a pas de différences significatives d'un secteur à l'autre ( $p = 0.159$ ), autrement dit, il n'y a pas d'effet inter-secteurs.

Le deuxième paramètre est le taux sans risque ( $R_f$ ), c'est le rendement des obligations d'Etat à long terme, pour la France, ce sont les OAT 10 ans et pour les autres pays le taux équivalent<sup>40</sup>. Nous avons ainsi retenu un taux sans risque propre à chaque pays.

Enfin, le troisième paramètre est la prime de risque de marché ( $E(R_m) - R_f$ ). Elle est égale à la différence entre le rendement observé sur le marché à partir d'un indice de référence et le taux sans risque. Elle mesure l'écart de rentabilité attendu entre un investissement en actions et un placement sans risque. C'est un paramètre fondamental à choisir lors de la détermination du taux d'actualisation. La question cruciale est de savoir quelle prime de risque de marché retenir, ou plutôt, quelle approche retenir ? La prime de risque de marché fait toujours l'objet d'intenses débats dans la communauté des évaluateurs. On peut dire qu'il existe trois approches pour estimer les primes de risque de marché :

- l'approche implicite, ou prospective, est en principe déterminée à partir des prévisions de résultats et/ou de cash flow des analystes et du niveau actuel d'un indice boursier de référence. Cette approche est utilisée par les sociétés d'analystes et de conseil (Associés en Finance, Fairness Finance, Primederisque.com...);
- l'approche historique est basée sur les rentabilités passées des actifs et repose sur l'observation des performances historiques d'un marché donné. Elle repose en outre sur les hypothèses suivantes<sup>41</sup> :

<sup>39</sup> Les distributions sont bornées par l'OTA 10 ans de l'année en question pour le minimum et le taux d'usure de la période pour le maximum.

<sup>40</sup> Les données sont tirées des sites <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html#fn1>  
Et [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G\\_N\\_A.SV\\_C\\_YM.SR\\_10Y](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G_N_A.SV_C_YM.SR_10Y)

- la faible volatilité de la prime de risque historique d'une année sur l'autre ;
- la stabilité de la prime de risque anticipée dans le temps.

L'étude de Pablo Fernandez « *The Equity Premium in 100 Textbooks* » (décembre 2008) souligne que 88 manuels utilisent la prime de risque historique ;

- l'approche par sondage, par laquelle les investisseurs communiquent leur estimation de la prime de risque pour le futur. Le sondage est réalisé auprès d'un public diversifié (analystes, dirigeants, directeurs financiers et universitaires).

Ces approches différentes fondent des pratiques divergentes qui conduisent à des évaluations potentiellement différentes.

Pour notre étude, la question qui se pose est de savoir quelle prime de risque choisir ? Normalement, le CAPM doit être appliqué d'une manière cohérente dans ces différentes composantes. Vu que nos bêtas sont calculés avec des indices actions propres à chaque pays, la cohérence exige donc de recourir à des primes de risques spécifiques à chacun. Mais le choix d'une prime de risque est complexe. Il s'effectue pour des raisons de coût ou de facilité d'accès. Dans notre étude, il est impossible de trouver les primes de risque par pays surtout pour l'année 2006. De ce fait, nous avons opté pour une prime de risque globale à l'échelle européenne : **(1)** en raison de la forte intégration économique<sup>42</sup> ; **(2)** en l'absence de réelles frictions (information incomplète, coûts de transaction...) au sein de cet Espace Economique Européen (EEE) ; et **(3)** car la réglementation européenne impose les IFRS à compter de 2005 à tous les pays de EEE, réduisant quelque peu les divergences informationnelles entre les différents pays.

Et outre, en examinant les primes des pays membres de l'EEE pour les années 2011 et 2012, publiées par Fernandez & Corres (2013), nous avons remarqué que la variance est faible, ce qui renforce notre conviction de prendre une prime unique à l'échelle européenne.

Concrètement nous retenons les valeurs de Fernandez (2008, 2010), présentées dans le tableau suivant.

<sup>41</sup> Ces deux hypothèses sont apparemment contestées par les faits :

- forte volatilité des primes de risque historiques quelle que soit la période considérée ; selon Dimson, Marsh et Staunton (2002) la prime de risque mondiale estimée selon cette approche a seulement 68% de chances de se situer entre 2,5% et 5,5% ;  
 - les primes de risque ne sont pas stables dans le temps. Les valeurs moyennes observées entre la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> moitié du siècle dernier, sont respectivement 4% et 8% (Dimson, Marsh et Staunton, *Triumph of the optimists*, Princeton, 2002).

<sup>42</sup> Peu importe le degré d'intégration des pays car le degré de diversification est d'autant plus fort que la corrélation entre pays est faible. Il y a donc plus de sens à utiliser un portefeuille de marché plus large.



**Tableau 16 : Primes de risque de marché retenues pour notre étude**

Sources	2006	2008	2010
Fernandez (2008, 2010)	5,00%	5,30%	5,30%

Une fois tous les bêtas et les (Rd) sont calculés, les primes de risque de marché fixées ainsi que les taux sans risque, nous avons calculé le coût moyen pondéré des capitaux. Les statistiques descriptives sont présentées dans le tableau suivant.

**Tableau 17 : Statistiques descriptives des CMPC par année et secteurs (en pourcentage)**

Année 2006	Nb Firms	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	6,20	5,93	2,91	10,63	1,72
S2	78	6,49	6,17	3,87	12,44	1,82
S3	73	5,81	5,54	2,55	11,37	1,76
S4	52	6,10	5,77	1,63	10,44	2,67
S5	52	6,20	5,84	1,82	10,64	2,46
S6	64	6,02	5,63	1,65	10,32	3,42
S7	76	6,82	6,67	1,77	11,17	3,70
S8	53	6,89	6,67	1,75	10,69	3,77
Total	553					
Année 2008	Nb Firms	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	6,81	6,61	3,72	12,07	1,70
S2	78	6,90	6,67	3,85	11,72	1,87
S3	73	6,12	5,96	3,18	10,69	1,86
S4	52	6,51	6,20	1,61	10,49	3,53
S5	52	6,63	6,40	1,94	9,90	2,14
S6	64	6,83	6,67	1,68	11,37	3,38
S7	76	7,02	6,92	1,74	11,12	2,10
S8	53	8,03	7,96	2,07	13,90	5,21
Total	553					
Année 2010	Nb Firms	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	6,71	6,73	3,30	11,90	2,19
S2	78	5,90	5,55	3,15	11,56	1,98
S3	73	6,28	6	2,7	12,36	2,31
S4	52	5,33	4,66	2,98	12,85	2,19
S5	52	5,85	5,28	2,87	12,54	2,19
S6	64	6,02	5,73	2,73	11,25	2,24
S7	76	5,88	5,61	3,13	10,25	1,50
S8	53	6,91	6,43	3,11	13,83	2,26
Total	553					

**Avec :**

**S1** : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ; **S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

Une fois que tous les CMPC de toutes les entreprises de notre échantillon Benchmark sont calculés, chaque taux sera utilisé pour actualiser et calculer les ressources mobilisées en capital humain et externe.

## 1.2. Calcul des ressources mobilisées (RM)

Les ressources mobilisées sont représentées par la somme du capital financier, du capital humain et du capital externe.

Le capital financier correspond aux capitaux apportés par les actionnaires et les créanciers financiers. Il est obtenu en faisant la somme des capitaux propres et des dettes à court, moyen et long terme en valeur comptable<sup>43</sup>.

Le capital humain a été évalué à l'instar de Charreaux (2007) en prenant la valeur actualisée des salaires explicites sur un horizon de 40 ans, durée de vie du capital humain posée par hypothèse. Le capital externe a été évalué aussi d'après Charreaux (2007) en actualisant les consommations externes explicites sur un horizon de 25 ans. En principe, le taux à retenir serait le taux exigé par les salariés sur leur capital, et le taux exigé par les fournisseurs. Pour notre étude, le taux d'actualisation a été considéré comme étant égal au CMPC de chaque entreprise au sein de son secteur.

Le tableau suivant présente les bêtas et les CMPC de la société Lafarge pour les années 2006, 2008 et 2010, à titre d'exemple.

**Tableau 18 : Calcul du CMPC de la société Lafarge par année**

Années	2006	2008	2010
bêta	1,0285	1,1998	1,4665
Coût moyen pondéré des capitaux propres (CMPC)	6,44%	6,80%	7,75%

Le bêta de chaque année de la société Lafarge est supérieur à 1, le cours de l'action est plus volatile que l'indice boursier du marché. La variation moyenne, de l'indice boursier et du cours de l'action entre 2006 et 2008 est respectivement de 7,45% et 20,76% ; et entre 2008 et 2010 elle est de – 29,87% et – 47,61%.

Le calcul des ressources mobilisées de la société Lafarge est présenté dans le tableau suivant.

<sup>43</sup> A l'instar de Charreaux (2007), nous avons retenu la valeur comptable pour le capital financier, mais ne pas retenir la capitalisation boursière (en particulier pour les capitaux propres) peut être une limite méthodologique.

**Tableau 19 : Calcul des ressources mobilisées de la société Lafarge (2008 en K€).**

Capital financier (1)	31 872 000
Capital humain (2)	37 244 043
Capital externe (3)	125 904 538
Total des ressources mobilisées = (1) + (2) + (3)	195 020 581

**Etape 2 : Calcul des indices (indice de référence (benchmark) :  $I_b$  et indice de la firme :  $I_i$ )****Sur la base d'un regroupement sectoriel représentatif de l'environnement économique**

Le coefficient à utiliser pour calculer les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité est le rapport entre l'indice de performance de l'entreprise la plus performante (ventes plus élevées, salaires les plus bas, charges externes les plus basses et coût de financement le plus faible) et de l'indice de performance de l'entreprise concernée. En fonction des données, les indices de performance sont obtenus en rapportant les ventes et les différents coûts à l'ensemble des ressources immobilisées. Un bornage des indices au centile 1 % et au centile 99 % a été effectué afin d'éviter que des valeurs extrêmes, jugées anormales, ne viennent biaiser les calculs<sup>44</sup>.

A titre d'exemple, pour le secteur « Bâtiment et matériaux de construction », le ratio Ventes/Ressources mobilisées le plus élevé est de 13,91 % pour l'année 2008 ; c'est l'indice de référence dit de meilleur élève ( $I_b$ ). Le même indice pour la société Lafarge ( $I_i$ ) est de 9,76 %. Le résultat des ratios coûts d'opportunité/Ressources mobilisées de la société Lafarge est donné dans le tableau suivant.

**Tableau 20 : les indices ( $I_b$ ) de « meilleur élève » et ( $I_i$ ) de la société Lafarge pour l'année 2008  
(en pourcentage)**

Année 2008	$I_b$ : indice de « meilleur élève »	$I_i$ : indice de la société
<b>Ratios</b>		
<b>Sal/RM</b>	0,0959	1,3993
<b>FR/RM</b>	2,2318	5,4405
<b>Act/RM</b>	0,0452	0,4550
<b>CF/RM</b>	0,0004	0,4968

**Avec :**

**RM** : Ressources mobilisées ; **Sal** : coûts d'opportunité des salariés ; **FR** : coûts d'opportunité des fournisseurs ; **Act** : coûts d'opportunité des actionnaires ; **CF** : coûts d'opportunité des créanciers financiers.

<sup>44</sup> Dechow (1994) exclut de son échantillon, les entreprises dont le flux de trésorerie d'exploitation et le résultat se situent au-delà du 99<sup>ème</sup> centile.

**Etape 3 : Calcul des ventes et des coûts d'opportunité**

Les ventes et les coûts d'opportunité sont calculés à l'aide des indices calculés dans l'étape 2. Le calcul des ventes d'opportunité de la société Lafarge en 2008 est présenté dans le tableau suivant.

**Tableau 21 : Ventes d'opportunité de la société Lafarge (2008 en K€)**

Indices = Ventes/ Ressources mobilisées	$I_b = 13,91\%$	$I_i = 9,76\%$
Ventes explicites (VE) = chiffre d'affaires consolidé		19 033 000
Ventes d'opportunité (VO)		$19\,033\,000 \times (13,91\% / 9,76\%)$ $= 27\,125\,925$

De la même façon, le calcul des coûts d'opportunité de la société Lafarge en 2008 est présenté dans le tableau suivant.

**Tableau 22 : Calcul des coûts d'opportunité de la société Lafarge pour l'année 2008 en K€**

	Coûts explicites (1)	( $I_b$ ) : indice de « meilleur élève » (2) en %	( $I_i$ ) : indice de la société Lafarge (3) en %	Coûts d'opportunité (4) = (1)*[(2)/(3)]
Rémunération des salariés	2 729 000	0,0959	1,3993	187 030
Rémunérations des fournisseurs	10 609 999	2,2318	5,4405	4 352 430
Rémunération des actionnaires	887 416	0,0452	0,4550	88 156
Rémunération des créanciers financiers	968 923	0,0004	0,4968	780

**Etape 4 : Calcul de la valeur partenariale**

La valeur partenariale est la différence entre les ventes d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité. La valeur partenariale de la société Lafarge est présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 23 : Calcul de la valeur partenariale de la société Lafarge (2008 en K€)**

	<b>Lafarge</b>
Ventes d'opportunité VO (1)	27 125 925
Rémunération des salariés (2)	187 030
Rémunération des fournisseurs (3)	4 352 430
Rémunération des actionnaires (4)	88 156
Rémunération des créanciers financiers (5)	780
Valeur partenariale = VO – Somme des coûts d'opportunité (1) - [(2) + (3) + (4) + (5)]	22 497 529

**Etape 5 : Calcul de la valeur appropriée par les différentes parties prenantes**

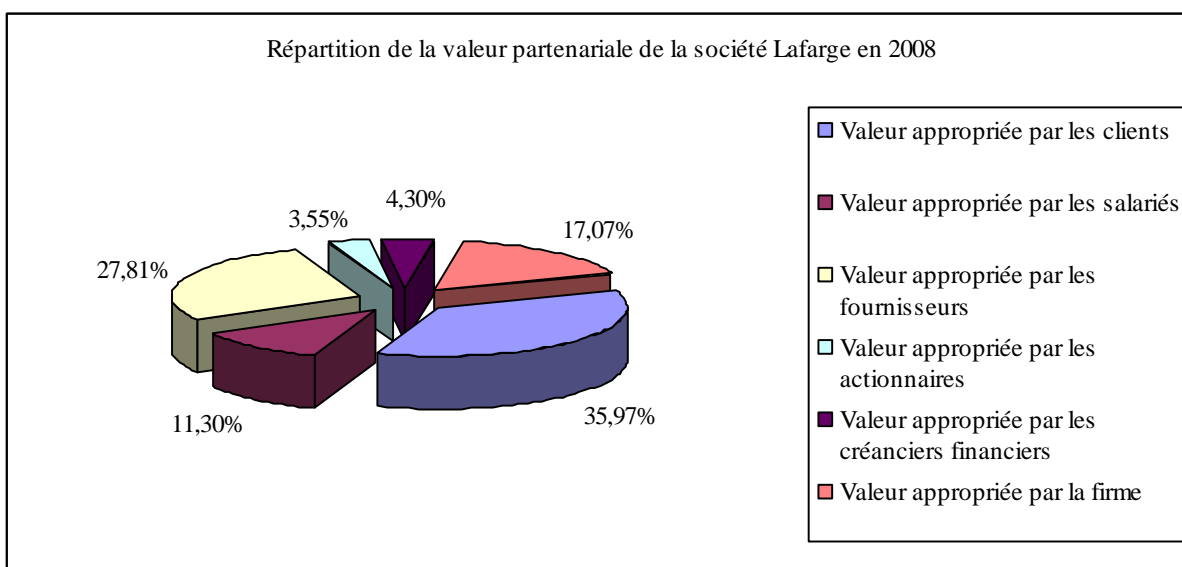
Nous présentons dans le tableau suivant la part de la valeur partenariale de la société Lafarge appropriée par chacune des parties prenantes.

**Tableau 24 : Calcul de l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites de la société Lafarge (2008 en K €)**

Partie Prenante	Prix-Coûts explicites (1)	Prix-Coûts d'opportunité (2)	Valeur appropriée (en K €) (1) – (2) <sup>45</sup>	Valeur appropriée (en pourcentage)
Clients	19 033 000	27 125 925	8 092 925	35,97
Salariés	2 729 000	187 030	2 541 970	11,30
Fournisseurs	10 609 999	4 352 430	6 257 569	27,81
Actionnaires	887 416	88 156	799 260	3,55
Créanciers financiers	968 923	780	968 143	4,30
Firme <sup>46</sup>			3 837 662	17,07
Total			22 497 529	100,00

Cette répartition peut être représentée par la figure suivante.

**Figure 23 : Répartition de la valeur partenariale de la société Lafarge en 2008**

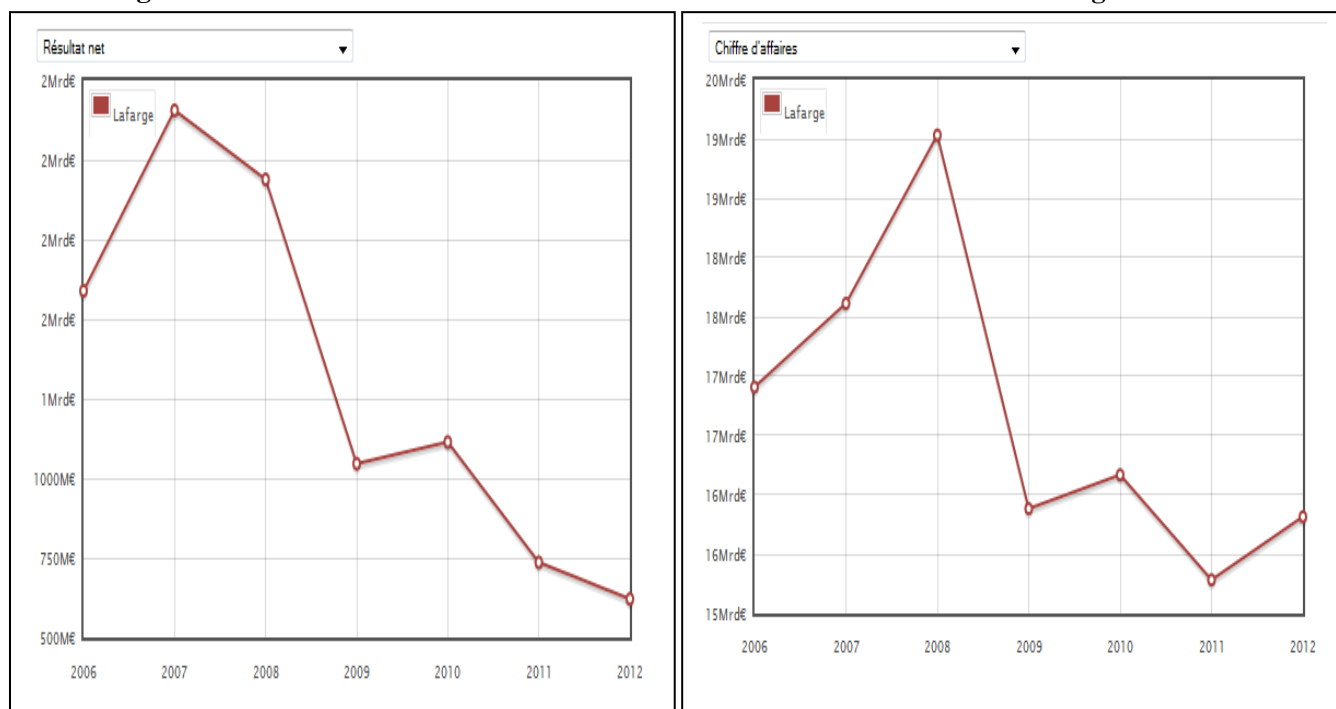


Les indications en termes de redistribution de la valeur sont extrêmement intéressantes ; toutefois, il nous semble que les pourcentages peuvent être trompeurs : en effet, ils indiquent la part revenant à chaque partie prenante, mais qu'en est-il en pourcentage par rapport au capital engagé ? La part de valeur appropriée par rapport au capital engagé est respectivement de 4,97%, 6,83% et 5,55% pour les fournisseurs, les salariés et les apporteurs des capitaux financiers (actionnaires et créanciers).

La société Lafarge appartient au secteur Bâtiment et matériaux de construction. Ce dernier a connu une croissance exceptionnelle pendant huit ans, suivie d'un retournement de conjoncture en 2008 et d'un fort repli d'activité en 2009. La société Lafarge n'a pas échappé à ce contexte comme l'explique la figure suivante.

<sup>45</sup> Pour les clients c'est (2) – (1) : différence entre les ventes d'opportunité et les ventes explicites.

<sup>46</sup> La part de la valeur partenariale appropriée par la firme est le reliquat.

**Figure 24 : Évolution du résultat net et du chiffre d'affaires de la société Lafarge**

Source: Site analyse-sectorielle.fr

En matière de création et d'appropriation de la valeur, la société Lafarge a suivi le même contexte économique. Le tableau suivant montre l'évolution de la création et de l'appropriation de la valeur partenariale de la société Lafarge.

**Tableau 25 : Évolution de la création et de l'appropriation de la valeur partenariale de la société Lafarge**

	2006	2008	2010
Valeur partenariale	23 866 572	22 497 529	17 966 139
Appropriation en % par :			
Clients	38,15	35,97	31,36
Salariés	12,98	11,30	12,67
Fournisseurs	26,31	27,81	29,71
Actionnaires	3,21	3,55	4,84
Créanciers financiers	3,43	4,30	5,40
Firme	15,92	17,07	16,02
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

La valeur partenariale créée par la société Lafarge est en baisse, surtout en 2010, en lien avec le repli de l'activité.

Ces mêmes calculs ont été effectués pour toutes les entreprises de notre échantillon « benchmark », soit pour les trois années 1659 fois (3\* 553 firmes). Un extrait de calcul de la valeur partenariale et son appropriation est présenté dans l'annexe 6. La distribution des indices de rémunération des parties prenantes explicites est présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 26 : Distribution des indices de rémunération des parties prenantes explicites (en pourcentage des ressources mobilisées totales)**

Secteurs PPE	Années	S1			S2			S3			S4		
		Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )	Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )	Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )	Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )
Clients	2006		8,5971	13,8906		8,8162	14,8722		7,9048	13,0087		8,1184	12,9757
	2008		8,7827	13,9088		9,0501	14,1252		8,2141	12,7231		8,6448	12,9953
	2010		8,3744	13,5225		7,9489	13,5029		8,2429	13,7240		7,5395	12,2068
Fournisseurs	2006	2,4463	5,3441		2,5988	5,5150		1,5088	5,2732		2,1756	4,8321	
	2008	2,2318	5,5316		2,9608	5,7982		1,9960	5,3952		2,2046	4,6645	
	2010	2,1997	5,1835		2,4787	5,1359		1,4628	5,6990		2,1853	4,2232	
Salariés	2006	0,0057	1,7162		0,1446	1,7725		0,0758	1,4292		0,5388	2,0930	
	2008	0,0095	1,1965		0,1987	1,9018		0,0956	1,6087		0,5639	2,4191	
	2010	0,0083	1,8926		0,1017	1,6756		0,0628	1,4522		0,4233	2,1059	
Actionnaires	2006	0,0472	0,3634		0,0591	0,5065		0,0550	0,3435		0,0528	0,3804	
	2008	0,0530	0,3745		0,0756	0,5633		0,0496	0,3213		0,0666	0,4214	
	2010	0,0393	0,4151		0,0499	0,3190		0,0345	0,3490		0,0702	0,4030	
Créanciers financiers	2006	0,0003	0,1741		0,0033	0,1045		0,0046	0,1741		0,0003	0,1853	
	2008	0,0004	0,2487		0,0041	0,1730		0,0004	0,1979		0,0002	0,2230	
	2010	0,0007	0,2521		0,0050	0,0905		0,0001	0,1476		0,0011	0,1476	

Avec : I<sub>b</sub> : indice de référence (benchmark) et I<sub>i</sub> : indice de la firme.

Suite Tableau 26

Secteurs PPE	Années	S5			S6			S7			S8		
		Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )	Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )	Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )	Min (I <sub>b</sub> )	Moyen (I <sub>i</sub> )	Max (I <sub>b</sub> )
Clients	2006		6,5971	11,2524		8,2246	14,2536		9,0680	12,7787		8,8815	13,6039
	2008		7,1017	12,1390		9,0624	14,2897		9,3300	13,3193		9,8941	13,7963
	2010		6,5721	11,1483		8,6113	14,2318		8,3282	13,3931		9,0130	12,8874
Fournisseurs	2006	0,6378	4,6572		0,2926	4,7930		0,8680	5,8171		1,5489	6,0851	
	2008	0,7459	4,9085		0,2921	5,3897		0,8991	5,7466		1,7374	6,8843	
	2010	0,8861	4,4681		0,2852	5,0296		0,7964	5,2717		1,5246	6,0876	
Salariés	2006	0,1641	1,9791		0,0058	2,1306		0,0054	1,1788		0,1248	1,4559	
	2008	0,1483	2,0370		0,0172	2,0275		0,0353	1,9120		0,1463	1,4633	
	2010	0,1912	1,9449		0,0209	1,7985		0,0092	1,6324		0,1444	1,4216	
Actionnaires	2006	0,0321	0,5288		0,0205	0,9261		0,0334	0,6229		0,0092	0,4543	
	2008	0,0375	0,6150		0,0395	0,9166		0,0176	0,5294		0,0200	0,5291	
	2010	0,0226	0,5913		0,0252	0,8480 0		0,0104	0,4675		0,0101	0,4735	
Créanciers financiers	2006	0,0003	0,1853		0,0006	0,2889		0,0006	0,1144		0,0005	0,1012	
	2008	0,0002	0,2230		0,0003	0,4433		0,0006	0,1527		0,0008	0,1861	
	2010	0,0011	0,1476		0,0006	0,4963		0,0005	0,1164		0,0002	0,1894	

Avec : I<sub>b</sub> : indice de référence (benchmark) et I<sub>i</sub> : indice de la firme.



## **2. Analyse et interprétation des résultats**

Nous allons analyser les résultats de notre échantillon « *benchmark* ». Nous procédons à l'examen de la création de la valeur partenariale ainsi que de son appropriation par les parties prenantes explicites.

### **2.1. Création de la valeur partenariale**

La valeur partenariale est la valeur créée par l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur, compte tenu de ce que seraient disposés à payer les clients et des rémunérations minimales que seraient prêts à accepter les apporteurs de ressources (Charreaux, 2007).

La valeur partenariale est la différence entre les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité. La valeur partenariale créée au sein de chacun des secteurs est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 27 : Statistique descriptive de création de valeur partenariale pour chacun des secteurs (en K €)

Année 2006	Nb Firmes	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang(a)
Secteurs								
S1	105	499 417 904	4 756 361	1 012 808	29 806	48 273 225	9 436 388	1
S2	78	44 934 735	576 086	201 724	7 421	4 602 691	992 599	7
S3	73	193 924 782	2 656 504	497 022	11 894	51 363 714	8 553 063	2
S4	52	26 355 925	506 845	185 593	7 884	2 579 835	696 352	8
S5	52	122 158 792	2 349 208	186 219	8 411	28 517 478	6 618 387	3
S6	64	139 581 057	2 180 954	806 368	39 960	26 043 914	4 579 324	4
S7	76	55 566 903	731 143	214 359	9 623	9 462 066	1 623 235	6
S8	53	82 977 140	1 637 810	207 476	12 176	19 677 293	4 269 844	5
Total	553	1 164 917 239						
Année 2008	Nb Firmes	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang
Secteurs								
S1	105	577 791 630	5 502 777	1 224 785	15 057	53 803 610	10 656 152	1
S2	78	39 458 303	505 876	170 096	7 561	4 024 188	922 292	7
S3	73	210 060 404	2 877 540	502 451	19 817	51 860 712	8 826 559	2
S4	52	26 282 947	505 441	209 044	8 915	2 595 587	685 666	8
S5	52	135 543 114	2 606 598	294 217	15 043	31 021 150	6 894 188	3
S6	64	161 440 499	2 522 508	1 050 423	41 679	28 806 875	4 555 833	4
S7	76	74 322 739	977 931	238 212	9 213	12 406 575	2 139 073	6
S8	53	92 820 894	1 751 338	238 175	13 813	22 016 818	4 810 230	5
Total	553	1 317 720 532						
Année 2010	Nb Firmes	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang
Secteurs								
S1	105	504 513 356	4 804 889	1 119 865	12 170	46 630 203	9 030 386	1
S2	78	49 765 460	638 019	240 027	15 233	4 803 403	1 018 755	8
S3	73	221 728 100	3 037 371	524 358	16 455	57 593 511	9 614 885	3
S4	52	39 902 480	767 355	213 994	15 401	4 551 860	1 136 814	7
S5	52	154 576 037	2 972 616	261 507	14 550	36 371 106	8 120 913	4
S6	64	200 609 608	3 134 525	1 256 921	68 521	40 842 323	6 318 749	2
S7	76	72 256 532	950 744	223 926	9 204	13 033 297	2 170 696	6
S8	53	138 840 350	2 619 629	296 886	12 699	42 208 609	8 488 871	5
Total	553	1 382 191 923						

**Avec :**

**S1** : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ; **S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

(a) : Le Rang est calculé par rapport à la moyenne.

Globalement, la valeur partenariale créée en 2008 a augmenté de 13,1 % par rapport à celle de 2006. En 2010 l'augmentation est de 4,9 % par rapport à la valeur partenariale de 2008. Cette faible progression, peut être liée à la crise et le ralentissement économique qui a suivi. Au plan macro-économiques, Cette crise a eu plusieurs répercussions : (1) elle a généré une baisse des exportations de 17,1 % et des importations de 14,4 % sur un an au deuxième

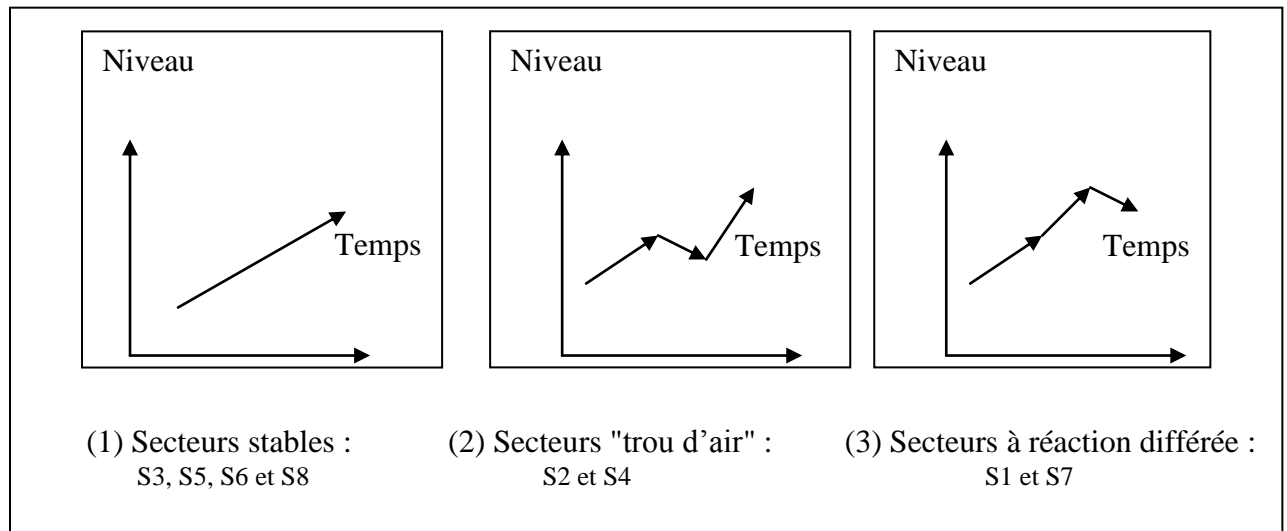
trimestre de 2009 ; (2) l'économie s'est dégradée avec une perte de confiance généralisée des agents économiques (le « séisme Lehman Brothers » a joué un rôle de catalyseur) ; et (3) la production industrielle a chuté de 15,9 % (banque de France, 2010, p.26).

Mais les effets de cette crise sont différents en fonction des secteurs. On constate que le secteur Bâtiment et matériaux de construction est, en moyenne, le meilleur secteur en matière de création de valeur partenariale pendant les trois périodes : 2006, 2008 et 2010. Le secteur Equipement & services santé est, en moyenne, celui qui crée le moins de valeur partenariale en 2006 et 2008 et l'avant-dernier en 2010. Si on considère les deux secteurs extrêmes en termes de création de valeur partenariale, en moyenne, le secteur Bâtiment et matériaux de construction pourrait produire environ 18,9 fois plus de richesse que le secteur Equipement & services santé en 2006. En 2008, année de la crise financière, les deux secteurs extrêmes restent les mêmes.

Globalement, nous pouvons classer nos secteurs en trois familles. **(1)** Les secteurs stables qui ont continué à créer de la valeur partenariale sur les trois années 2006, 2008 et 2010. Dans cette catégorie, nous trouvons les secteurs Agroalimentaire, Pharmacie et biotechnologie, Médias et Technologie matériel équipement qui ont maintenu la tendance à la hausse de la création de valeur. D'après nos calculs, l'augmentation moyenne est de 13 % entre 2006 et 2008 contre une augmentation moyenne de 5 % entre 2008 et 2010. **(2)** les secteurs "trou d'air" ont réagi en temps réel à la crise financière. Les secteurs Equipements électroniques électriques et Equipement et services santé ont perdu de la valeur en 2008. Ils ont subi, respectivement, une perte de 12 % entre 2006 et 2008 mais ils ont trouvé rapidement le chemin de la sortie de la crise. Entre 2008 et 2010 l'augmentation moyenne de création de valeur est de 26 % pour ces deux secteurs. **(3)** Les secteurs qui ont réagi en différé à la crise. Ce sont les secteurs Bâtiment et matériaux de construction et Services logiciels & informatiques. La création de valeur a augmenté respectivement de 16 % et de 34 % entre 2006 et 2008 et elle a baissé respectivement de 14,5 % et de 2,8 % entre 2008 et 2010 pour ces deux secteurs.

Les schémas récapitulatifs des trois familles d'évolution du niveau de la valeur partenariale sont présentés dans la figure suivante.

**Figure 25 : Les schémas récapitulatifs des trois familles d'évolution du niveau de la valeur partenariale**



**Avec :**

**S1 :** Bâtiment et matériaux de construction ; **S2 :** Equipements électroniques électriques ; **S3 :** Agroalimentaire ; **S4 :** Equipement et services santé ; **S5 :** Pharmacie et biotechnologie ; **S6 :** Médias ; **S7 :** Services logiciels & informatiques ; **S8 :** Technologie matériel équipement.

Cette mesure de la valeur partenariale dépend de la délimitation du secteur. Si l'on introduit une firme ayant un meilleur pouvoir de négociation, elle va modifier les *benchmarks* retenus pour évaluer les différents éléments d'opportunité.

## 2.2. Appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites (PPE)

En raison des interactions entre création et appropriation de la valeur partenariale et pour mieux comprendre la création de la valeur, il faut analyser la répartition de la valeur partenariale créée dans chacun des secteurs.

La période de notre étude est marquée par la crise financière et économique de l'année 2008. Quels sont les effets de cette crise sur l'appropriation de la valeur partenariale ? Il semble qu'il y ait eu (entre 2006 et 2008), globalement, un transfert de la valeur partenariale des clients et des fournisseurs au bénéfice des bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires), des salariés et de la firme. Les entreprises ont perdu de leur pouvoir de négociation avec leurs créanciers financiers, actionnaires, salariés ; mais elles ont pu compenser (en partie) cette perte de valeur partenariale en se montrant plus exigeantes auprès de leurs clients et de leurs fournisseurs.

L'analyse des forces concurrentielles sous l'angle de Porter (1980) consiste à évaluer les facteurs qui structurent la dynamique concurrentielle dans le domaine d'activité de

l'entreprise. L'intensité concurrentielle est déterminée par chaque force présente dans le secteur. Entre 2006 et 2008, les clients perdent en pouvoir de négociation dans cinq secteurs sur huit (Bâtiment et matériaux de construction, Equipement électronique et électrique, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie, Services logiciels & informatiques). La capacité des fournisseurs à imposer leurs conditions en termes de coût ou de qualité a diminué dans quatre secteurs sur huit ; surtout dans le secteur Equipement et services santé, où la variation entre 2006 et 2008 est de moins 20,8%.

Pour rester compétitives, les firmes ont plus de besoin en capitaux. L'intensité capitalistique a entraîné un pouvoir accru des créanciers financiers dans sept secteurs sur huit. Mais aussi on constate plus de pouvoir pour les salariés (capital humain) dans cinq secteurs sur huit. Le pouvoir des actionnaires et la constitution de "réserves" par la firme se sont accrus respectivement dans cinq secteurs et quatre secteurs sur les huit. Ces ressources financières ont un rôle prépondérant dans le financement de la R&D ainsi que pour l'autofinancement.

Toutefois, entre 2008 et 2010, plusieurs parties prenantes ont vu une diminution de la part appropriée de la valeur partenariale à l'exception des clients et des créanciers financiers. On note plus de pouvoir de négociation pour les clients dans six secteurs sur huit. Le pouvoir de négociation des créanciers financiers s'est également accru, surtout dans le secteur Pharmacie et biotechnologie. Ce secteur, de haute technologie, a une intensité technologique forte. Il se peut que les créanciers financiers aient rajusté leur prime de risque sur un seul secteur étant donné l'incertitude économique.

La synthèse de cette répartition entre les différentes parties prenantes (créanciers financiers, actionnaires, clients, salariés, fournisseurs) et la firme, dans chacun des secteurs et pour chaque année, sera présentée dans le tableau suivant.

Tableau 28 : Pourcentage moyen de valeur partenariale capté par les parties prenantes

PPE	Créanciers financiers			Actionnaires			Clients			Salariés			Fournisseurs			Firme		
Années	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010
<b>S1</b>	2,32	3,31	2,81	1,67	1,83	2,41	52,97	48,51	46,87	11,25	13,32	14,83	26,47	28,77	28,76	5,33	4,26	4,31
<b>S2</b>	1,17	1,95	1,15	3,28	3,76	2,58	44,15	28,82	36,16	6,24	8,35	6,75	35,42	46,67	42,83	9,74	11,45	10,54
<b>S3</b>	0,79	0,95	0,71	3,65	3,16	3,74	40,6	42,02	58,29	6,04	9,12	6,72	41,67	36,19	22,24	7,26	8,56	8,3
<b>S4</b>	2,23	3,12	2,22	2,37	2,5	2,30	44,44	41,32	46,74	11,02	17,21	14,86	29,18	23,11	22,34	10,76	12,74	11,54
<b>S5</b>	1,08	0,99	2,77	10,55	12,42	9,65	20,14	17,83	21,5	12,03	14,4	13,07	44,13	43,12	38,33	12,08	11,25	14,68
<b>S6</b>	1,69	2,02	1,68	4,65	4,10	3,48	43,17	50,99	62,56	10,97	8,53	6,83	35,26	30,65	21,41	4,26	3,73	4,04
<b>S7</b>	0,56	0,86	0,9	2,79	3,27	3,02	43,20	39,8	39,04	11,76	10,64	10,98	33,92	37,16	36,1	7,78	8,27	10,05
<b>S8</b>	0,63	1,18	0,96	5,5	4,91	3,18	24,54	27,26	43,59	15,10	14,15	13,77	43,4	43,73	33,34	10,82	8,77	5,17

**Avec :**

**S1** : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ; **S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

<b>Moyenne inter-secteur</b>	1,31	1,80	1,65	4,31	4,49	3,80	39,15	37,07	44,34	10,55	11,97	10,98	36,18	36,17	30,66	8,50	8,63	8,58
<b>Médiane inter-secteur</b>	1,13	1,57	1,42	3,47	3,52	3,10	43,19	40,56	45,17	11,14	11,98	12,03	35,34	36,67	31,05	8,76	8,67	9,18

A partir du tableau précédent, nous avons mis en place une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la valeur partenariale pour les différentes parties prenantes explicites. Nous avons construit une matrice d'appropriation de la valeur par les parties prenantes explicites.

### Matrice d'appropriation : méthodologie de construction

Après le calcul de la part de valeur partenariale appropriée par chaque partie prenante année et secteur (tableau 28), nous avons calculé la moyenne et l'écart type de cette valeur appropriée sur l'ensemble de la période et tout secteur confondu. Nous avons délimité nos données par plus ou moins une fois l'écart type pour définir une zone d'appropriation dite "normale". Ces calculs sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 29 : Calcul pour délimiter notre zone de calcul à plus ou moins une fois l'écart type sur la période 2006, 2008 et 2010**

PPE	Créanciers financiers	Actionnaires	Clients	Salariés	Fournisseurs	Firme
Moyenne	1,59	4,20	40,19	11,16	34,34	8,57
Ecart type	0,11	0,35	0,73	0,26	0,76	0,39
Intervalle "normal"	[1,48 ; 1,70]	[3,85 ; 4,55]	[39,45 ; 40,92]	[10,91 ; 11,42]	[33,58 ; 35,1]	[8,18 ; 8,96]

A partir du tableau 29, nous avons retenu, pour chacune des parties prenantes, les critères suivants :

- si la valeur appropriée par la partie prenante sur un secteur donné et pour les années 2006, 2008 et 2010, est supérieure à la borne supérieure de notre intervalle "normal", l'appropriation est considérée comme élevée ;
- si cette valeur est à l'intérieur de notre intervalle pour les trois années, l'appropriation est considérée comme " normale" ;
- si cette valeur est inférieure à la borne inférieure de notre intervalle pour les trois années, l'appropriation est faible ;
- dans les autres cas, l'appropriation est instable.

### Résultats

En application des critères ci-dessus à chacune des parties prenantes, nous avons obtenu la matrice d'appropriation présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 30: Matrice d'appropriation de la valeur par les PPE**

Appropriation de la valeur						
<b>Elevée</b>	S1, S4	S5	S1, S4, S6	S5, S8	S2, S5	S2, S4, S5
<b>Normale</b>				,		
<b>Faible</b>	S3, S7, S8	S1, S2, S3, S4, S7	S5	S2, S3	S1, S4	S1, S3, S6, S7, S8
<b>Instable</b>	S2, S5, S6	S6, S8	S2, S3, S7, S8	S1, S4, S6, S7	S3, S6, S7, S8	S3, S7, S8
	<b>CF</b>	<b>A</b>	<b>C</b>	<b>S</b>	<b>FR</b>	<b>FI</b>
						PPE

**Avec :**

**CF** : créanciers financiers ; **A** : actionnaires ; **C** : clients ; **S** : salariés ; **FR** : fournisseurs ; **FI** : firme.

**S1** : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ;

**S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

A l'aide de cette matrice, nous obtenons une typologie des secteurs les plus favorables (secteurs où l'appropriation est considérée comme élevée) en matière d'appropriation de la valeur partenariale en fonction des différentes parties prenantes explicites. La synthèse des secteurs les plus favorables, en matière d'appropriation de valeur, pour les PPE est présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 31 : Matrice des secteurs les plus favorables, en termes d'appropriation de valeur partenariale, pour les PPE**

<b>Secteurs \ PPE</b>	<b>Créanciers financiers</b>	<b>Actionnaires</b>	<b>Clients</b>	<b>Salariés</b>	<b>Fournisseurs</b>	<b>Firme</b>
Bâtiment et matériaux de construction	<b>X</b>		<b>X</b>			
Equipement électronique et électrique					<b>X</b>	<b>X</b>
Agroalimentaire						
Equipement et services santé	<b>X</b>		<b>X</b>			<b>X</b>
Pharmacie et biotechnologie		<b>X</b>		<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>
Médias			<b>X</b>			
Services logiciels & informatiques						
Technologie matériel équipement				<b>X</b>		



Nous constatons que les bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires) sont plus présents dans les secteurs où l'intensité technologique est forte, c'est le cas des secteurs Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie. C'est aussi le cas dans le secteur Bâtiment et matériaux de construction, où l'intensité capitalistique est forte. Ce secteur a plus de besoins en capitaux d'où le pouvoir accru des créanciers financiers.

Il y a plus de pouvoir de négociation des clients dans les secteurs Bâtiment et matériaux de construction, Equipement et services santé et Médias. Le pouvoir des clients est d'autant plus grand que les produits sont standardisés (cf. BTP) ou qu'il existe des produits de substitution facilement disponibles (le coût de changement de fournisseur est bas) (cf. Médias).

Les secteurs favorables aux salariés en matière d'appropriation de la valeur sont Pharmacie et biotechnologie et Technologie matériel équipement. Ces deux secteurs ont une intensité technologique forte. Ils ont plus de besoin en capitaux, et en particulier de capital humain.

Par contre, il y a plus de pouvoir de négociation pour les fournisseurs dans les secteurs Equipement électronique et électrique et Pharmacie et biotechnologie. Un faible nombre de fournisseurs, une marque forte, des produits très différenciés sont autant de facteurs qui accroissent le coût de changement des fournisseurs et donc leur pouvoir. Le premier est un secteur de moyenne ou haute technologie, et le second est un secteur de haute technologie. L'accès aux ressources est donc limité, et le coût de changement des fournisseurs est élevé.

Enfin, les trois secteurs Equipement électronique et électrique, Equipement et services santé et Pharmacie et biotechnologie sont favorables à la firme. Ce sont des secteurs de forte intensité technologique et capitalistique où la constitution de réserves par l'autofinancement peut jouer un rôle prépondérant.

A notre sens, la matrice fournit un tableau de bord de l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes en Europe. De ce point de vue, les comparaisons européennes sont non seulement possibles mais également riches de signification. Mais cette typologie est à confirmer par des études futures. Elle peut être un apport important sur le plan managérial.

### Conclusion de la section 4

L'objectif de cette section était de mettre en œuvre notre modèle pour mesurer la valeur partenariale et son appropriation sur la base des principes contenus dans les articles de Brandenburger et Stuart (1996) et Charreaux (2007). Ce modèle, qui s'inscrit dans une logique concurrentielle, a été appliqué à huit secteurs (Bâtiment et matériaux de construction, Equipement électroniques et électriques, Agroalimentaire, Pharmacie et biotechnologie, Equipement et services santé, Médias, Services logiciels & informatiques et Technologie matériel équipement) en faisant référence à une firme qui louerait l'ensemble de ses facteurs de production.

Trois étapes successives ont, pour ce faire, été déployées et présentées. La première étape a été consacrée au calcul de bêta, nécessaires pour déterminer le coût des capitaux propres. La seconde a servi à calculer les coûts moyens pondérés du capital (CMPC). Nous avons déterminé 1659 CMPC nécessaires à l'estimation des ressources mobilisées par les entreprises de notre base « *benchmark* » sur les trois années, 2006, 2008 et 2010. Enfin, la troisième étape a permis de calculer la valeur partenariale et son appropriation en suivant les 5 étapes de notre modèle de mesure.

Cette section nous a également permis de présenter nos résultats sur le calcul de la valeur partenariale. Ces résultats ont révélé trois types de secteurs : (1) Les secteurs stables qui ont connu une augmentation de la valeur partenariale sur toute la période 2006, 2008 et 2010. Les secteurs, Agroalimentaire, Pharmacie et biotechnologie, Médias et Technologie matériel équipement, ont ainsi résisté à la crise de 2008. (2) Les secteurs "trou d'air" (Equipement électroniques et électriques et Equipement et services santé), où la valeur partenariale a diminué en 2008 puis augmenté en 2010 ; ce sont les seuls secteurs à avoir vécu la crise financière de 2008 en temps réel. (3) Les secteurs à "réaction différée", (Bâtiment et matériaux de construction et Services logiciels & informatiques) ont connu une augmentation de la valeur partenariale en 2008, mais une baisse en 2010.

Nous avons proposé une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la valeur partenariale par les différentes parties prenantes explicites. Nous avons construit une matrice d'appropriation. Cette matrice a montré que les secteurs favorables aux bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires), aux salariés ainsi qu'à la firme sont les secteurs à forte intensité capitalistique et technologique. Ces secteurs, (Bâtiment et matériaux de construction, Equipement électroniques et électriques, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie et Technologie matériel équipement), ont plus de besoins en capitaux d'où le pouvoir accru de ces parties prenantes dans le partage de la rente organisationnelle.

Les secteurs favorables aux clients sont : Bâtiment et matériaux de construction, Equipement et services santé et Médias. Dans ces secteurs, les clients ont plus de pouvoir parce que les produits de substitution sont facilement disponibles et le coût de changement de fournisseur est bas.

Les fournisseurs ont plus de pouvoir de négociation dans les secteurs Equipement électroniques et électriques et Pharmacie et biotechnologie. Là, le coût de changement des fournisseurs est élevé à cause d'une marque forte ou des produits très différenciés.

Notre méthodologie étant exposée, nous pouvons à présent présenter nos résultats empiriques concernant le test de nos hypothèses sur l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale. Ces résultats sont l'objet du chapitre suivant.

## CONCLUSION DU CHAPITRE 3

Notre objectif dans ce chapitre était d'exposer notre démarche empirique pour la détermination de la valeur partenariale, cette démarche a été l'objet de la section 1. Après un inventaire des modèles proposés dans la littérature pour opérationnaliser le concept de valeur partenariale, nous avons exposé notre modèle de mesure de la valeur partenariale et de son appropriation par les parties prenantes explicites. Notre modèle s'appuie sur celui de Charreaux (2007). Il permet l'analyse de la création et de la répartition de la valeur partenariale avec deux évolutions notables. D'une part, nous proposons une extension de la démarche à une évaluation de la valeur partenariale dépassant les frontières d'un seul secteur. Notre étude porte sur huit secteurs d'activité. Nous supposons qu'il y a une concurrence généralisée entre les différents acteurs d'un environnement économique pour mobiliser des ressources et utiliser au mieux le capital investi. Nous avons alors opté pour une approche européenne, plus précisément les 27 pays de l'Union européenne plus la Suisse et la Norvège. D'autre part, nous définissons plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les bailleurs de fonds

La définition et l'opérationnalisation des variables ont été l'objet de la section 2 de ce chapitre ; le choix de mesure des variables s'effectue essentiellement à partir des recherches antérieures. Le recueil des données réalisé à partir des différentes bases (*Datastream*, *Worldscope*) a fait l'objet de la section 3. La construction et la description des deux échantillons (*benchmark* et *test*) et des données étant précisées dans la section 3.

La section quatre a été consacrée au calcul de la valeur partenariale, de son appropriation par les parties prenantes explicites et à la mise en place d'une matrice d'appropriation. Nous testons nos hypothèses et nous présentons l'analyse et l'interprétation des résultats de l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale dans le chapitre suivant.

---

## **CHAPITRE 4 : ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS**

---

### **INTRODUCTION DU CHAPITRE 4**

Afin de répondre à notre problématique, nous avons cherché à déterminer quelle pouvait être la relation entre les mécanismes de gouvernance et la création et l'appropriation de la valeur partenariale. Pour ce faire, nous avons opté pour une étude longitudinale permettant d'observer dans le temps l'effet de l'évolution des mécanismes de gouvernance et leurs impacts sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et les parties prenantes. La période d'observation retenue (2006, 2008 et 2010) s'explique par la volonté de travailler dans un environnement comptable relativement harmonisé (période post-IFRS en Europe), tout en considérant que les pratiques de gouvernance puissent évoluer, car sujettes à une production doctrinale importante depuis les scandales du début des années 2000.

Pour mener à bien notre partie empirique, nous adoptons une démarche de tests statistiques structurée autour de trois familles de méthodes (Evrard et al., 2003, p.351) :

- l'analyse univariée qui nous permet de décrire notre échantillon « test »,
- l'analyse bivariée qui nous permet d'étudier la corrélation entre les variables deux à deux,
- l'analyse multivariée qui correspond à l'analyse des relations entre groupes de variables dans un cadre explicatif.

Notre étude empirique nécessite la mise en place d'un ensemble de tests et outils statistiques. Ces tests sont effectués par le logiciel SPSS.

La section 1 portera sur l'analyse de notre échantillon. L'impact des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur partenariale sera envisagé dans la section 2. Puis, la section 3 examinera l'impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et par les parties prenantes explicites. Enfin, une reconceptualisation sera présentée dans la section 4.

## SECTION 1 : ANALYSE DE NOTRE ÉCHANTILLON

L'analyse univariée nous permettra de décrire l'échantillon « test » et fera l'objet du premier paragraphe de cette section (§1). Ensuite, nous abordons les tests de normalité (§2). L'analyse bivariée nous permettra d'étudier la corrélation entre les variables deux à deux, et d'examiner la muticolinéarité entre les variables explicatives (§3).

### 1. Analyse descriptive de l'échantillon

Notre échantillon « test » est composé de 103 entreprises françaises cotées appartenant à huit secteurs d'activité. Dans la section 4 du chapitre 3, nous avons calculé pour chaque entreprise la valeur partenariale créée ainsi que son appropriation par la firme et par les différentes parties prenantes. Cette section sera consacrée à l'analyse et à l'interprétation des données de notre échantillon. Nous présentons les statistiques descriptives de la création de valeur partenariale (1.1). Nous exposons ensuite l'analyse descriptive de l'appropriation de cette valeur par la firme et par les différentes parties prenantes (1.2). Enfin, nous présentons l'analyse descriptive des mécanismes de gouvernance (1.3).

#### 1.1. Analyse descriptive de la création de valeur partenariale

Dans notre recherche, nous avons retenu la valeur partenariale pour mesurer la rente organisationnelle. Son évolution est présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 32 : Statistiques descriptives de la création de valeur partenariale (en k €)**

Variable	Année	N	VP Totale	Moyenne	Ecart type	Min	Médiane	Max
Valeur partenariale	2006	103	237 032 094	2 301 282	3 818 966	113 728	684 395	12 840 807
	2008	103	251 059 577	2 437 472	3 869 3630	42 675	799 621	12 984 825
	2010	103	308 198 753	2 992 221	4 848 324	119 275	989 690	16 276 452

Globalement, la valeur partenariale créée en 2008 a augmenté de 5,92 % par rapport à celle de 2006. En 2010, l'augmentation est de 22,76 % relativement à la valeur partenariale de 2008. Le test Anova a révélé l'existence de différences selon les années ( $p = 0.046$ ), autrement dit, il y a un effet année.

## 1.2. Analyse descriptive de l'appropriation de la valeur partenariale

En raison des interactions entre création et appropriation de la valeur partenariale, et pour mieux comprendre la création de la valeur, il faut analyser l'appropriation de la valeur partenariale par la firme, et par les différentes parties prenantes (créanciers financiers, actionnaires, clients, salariés et fournisseurs). L'appropriation de la valeur, en pourcentage, a été calculée lors de la phase de *benchmarking* dans la section quatre de notre chapitre trois. Les statistiques descriptives de notre échantillon « test » sont présentées dans le tableau suivant.

**Tableau 33 : Statistiques descriptives de l'appropriation de la valeur par la firme et par les parties prenantes (en pourcentage)**

Variables	Année	Moyenne	Ecart type	Min	Médiane	Max	P-value Anova
VACF	2006	2,30	0,65	0,68	2,21	3,71	P = 0.269
	2008	2,41	0,71	0,50	2,38	4,05	
	2010	2,28	0,69	1,01	2,17	3,85	
VAA	2006	2,72	0,89	1,08	2,66	5,78	P = 0.137
	2008	2,85	0,85	1,26	2,57	5,93	
	2010	2,88	0,89	1,08	2,79	5,50	
VAC	2006	45,26	7,56	27,92	46,00	59,24	P = 0.704
	2008	44,51	7,37	27,37	44,90	58,18	
	2010	45,43	7,77	25,54	46,43	62,18	
VAS	2006	10,39	2,49	6,06	11,20	13,99	P = 0.004
	2008	11,38	2,79	3,34	12,34	17,31	
	2010	10,18	2,50	4,89	10,06	15,76	
VAF	2006	31,81	6,08	21,93	30,75	44,82	P = 0.677
	2008	32,12	5,76	18,48	31,87	47,87	
	2010	32,48	6,83	20,01	31,82	57,30	
VAFi	2006	7,83	4,81	-3,66	7,17	18,82	P = 0.411
	2008	7,05	4,18	-5,91	6,95	13,39	
	2010	7,14	4,41	-4,12	7,63	14,19	

L'échantillon est composé d'un panel équilibré de 103 sociétés françaises cotées, sur 3 ans.

**Définition des variables :** VACF = pourcentage de la valeur appropriée par les créanciers financiers ; VAA = pourcentage de la valeur appropriée par les actionnaires ; VAC = pourcentage de la valeur appropriée par les clients ; VAS = pourcentage de la valeur appropriée par les salariés ; VAF = pourcentage de la valeur appropriée par les fournisseurs ; VAFi = pourcentage de la valeur appropriée par la firme.

Les tests Anova ont montré qu'il n'y a pas de différences significatives d'une année à l'autre, sauf pour la valeur appropriée par les salariés (VAS) où il y a un effet année.

La période de notre étude est marquée par la crise financière et économique de l'année 2008. Quels sont les effets de la crise financière et économique sur l'appropriation de la valeur partenariale ? Il semble qu'il y ait eu (entre 2006 et 2008), globalement, un transfert de la valeur partenariale des clients au bénéfice des bailleurs de fonds (créanciers financiers notamment) et des salariés. Les entreprises ont perdu de leur pouvoir de négociation avec

leurs créanciers financiers et salariés ; mais elles ont pu compenser (en partie) cette perte de valeur partenariale en se montrant plus exigeantes auprès de leurs clients.

L'analyse des forces concurrentielles sous l'angle de Porter (1980) consiste à évaluer les facteurs qui structurent la dynamique concurrentielle dans le domaine d'activité de l'entreprise. Pour rester compétitives, les firmes ont plus de besoin en capitaux. Entre 2006 et 2008, l'intensité capitalistique a entraîné un poids accru des créanciers financiers mais aussi des salariés (capital humain), dans le partage de la rente organisationnelle.

Mais, entre 2008 et 2010, les créanciers financiers et les salariés ont vu une diminution de leur part de valeur partenariale au profit des clients, des fournisseurs, de la firme et des actionnaires.

Globalement, les mouvements observés sur la période de crise (2008) sont également à rapprocher de la nature des relations contractuelles. A ce titre, les prêteurs et les salariés voient leur rémunération stabilisée dans le temps par contrat, alors que celle des actionnaires est ajustable au gré de la performance, et que celle des clients/fournisseurs est révisable au gré du cycle opérationnel.

### **1.3. Analyse descriptive des variables de gouvernance**

Dans ce paragraphe, nous présentons les statistiques descriptives des variables explicatives de notre échantillon (1.3.1). Ensuite, nous analyserons les statistiques descriptives des variables de gouvernance par secteur (1.3.2).

#### **1.3.1 Analyse descriptive des variables de gouvernance de notre échantillon**

Pour notre étude, nous avons trois variables continues. La variable (TC) désigne la taille du conseil ; c'est le nombre d'administrateurs dans le conseil. La variable (AdI), elle, mesure le pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil. Enfin, la variable (PDVS) détermine le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés.

Nous utilisons aussi quatre variables discrètes. Une première variable (Dual) prend la valeur 1 si le directeur général occupe également le poste de président du conseil, et la valeur 0 dans le cas contraire. La deuxième variable (AdS) prend la valeur 1 si un administrateur représente les salariés au conseil. La troisième variable (CEG) prend la valeur 1 s'il y a un comité d'éthique et/ou de gouvernance. La quatrième variable (AI) prend la valeur 1 si nous sommes en présence d'un actionnaire institutionnel identifié.



En résumé, le nombre des variables de gouvernance s'élève à 7 regroupées en deux familles. Le fonctionnement du conseil avec 5 variables et la structure de propriété avec 2 variables. Les statistiques descriptives sont présentées dans le tableau suivant.

**Tableau 34 : Statistiques descriptives des variables de gouvernance**

Variables continues pour N = 103							
	Année	Moyenne	Ecart type	Min	Médiane	Max	P Anova
TC	2006	8,03	3,53	3,00	7,00	20,00	P = 0.776
	2008	8,05	3,43	3,00	8,00	18,00	
	2010	8,34	3,52	3,00	8,00	18,00	
AdI	2006	36,16	24,62	,000	36,00	100,00	P = 0.064
	2008	39,69	25,20	0,00	40,00	100,00	
	2010	44,38	25,20	0,00	44,00	100,00	
PDVS	2006	1,64	3,37	0,00	0,00	18,50	P = 0.554
	2008	2,10	4,54	0,00	0,02	26,78	
	2010	2,32	4,88	0,00	0,23	27,10	

Variables discrètes pour N = 103			
	Années	Fréquence en %	P-value Anova
Dual	2006	57,30	P = 0.889
	2008	57,30	
	2010	54,37	
AdS	2006	20,40	P = 0.568
	2008	21,36	
	2010	21,36	
CEG	2006	9,71	P = 0.981
	2008	12,62	
	2010	14,56	
AI	2006	69,90	P = 0.985
	2008	70,87	
	2010	70,87	

**Avec :**

**TC** = nombre d'administrateurs dans le conseil ; **AdI** = pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil ; **Dual** = 1 si le directeur général occupe également le poste de président du conseil, et la valeur 0 sinon ; **AdS** = 1 si un administrateur représente les salariés au conseil, et la valeur 0 sinon ; **CEG** = 1 s'il y a un comité d'éthique et/ou de gouvernance et la valeur 0 sinon ; **PDVS** = pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **AI** = 1 si nous sommes en présence d'un actionnaire institutionnel identifié et la valeur 0 sinon.

Les tests Anova ont montré qu'il n'y a pas de différences significatives d'une année à l'autre, autrement dit, il n'y a pas d'effet année.

D'après notre tableau, nous remarquons qu'en moyenne les firmes ont des conseils d'administration composés de huit administrateurs et que le pourcentage des administrateurs indépendants a augmenté de huit points entre 2006 et 2010, en moyenne comme en médiane.

Pour la séparation des fonctions, après une phase de stabilité entre 2006 et 2008, on note une amélioration sur ce critère entre 2008 et 2010, de 5,1 %.

Nous pouvons conclure qu'il y a un renforcement de la présence des administrateurs indépendants ainsi que de la séparation des fonctions. Le fait marquant est l'émergence du comité d'éthique et/ou de gouvernance avec une augmentation de 50 % entre 2006 et 2010.

En matière d'actionnariat, les actionnaires institutionnels sont stables. En revanche, il y a un renforcement de la place des actionnaires salariés. Le pourcentage de droit au vote entre 2006 et 2010 est passé, en moyenne, de 1,64 % à 2,32 %.

D'une manière générale, on note une évolution de la gouvernance au sein des sociétés françaises qui va dans le sens des codes de " bonnes pratiques ".

### **1.3.2 Effets des caractéristiques sectorielles sur la gouvernance**

Nous examinons si la qualité de la gouvernance est affectée par les caractéristiques sectorielles. Peu d'études ont abordées une telle relation. Hartzell et Starks (2003) ont montré que le secteur a une influence sur la qualité de gouvernance.

Pour tester si la gouvernance est différente d'un secteur à l'autre, nous nous basons sur les moyennes pour les firmes appartenant au même secteur. Le tableau suivant résume les variables de gouvernance par secteur d'activité.

**Tableau 35 : Statistiques descriptives de la gouvernance par secteur d'activité (valeurs moyennes)**

Secteurs Variables	Années	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	P-value Anova
TC	2006	10,89	7,00	8,63	6,58	9,17	9,06	7,53	6,38	P = 0.000
	2008	10,77	7,23	8,75	6,42	9,17	9,29	7,32	6,46	
	2010	11,44	7,38	9,13	7,33	8,58	9,71	7,79	6,38	
AdI	2006	33,00	49,13	26,66	35,20	38,66	37,06	27,09	41,88	P = 0.028
	2008	34,71	50,86	28,32	34,85	40,10	38,51	38,50	48,00	
	2010	41,38	50,17	36,95	39,56	44,59	44,54	42,62	51,85	
Dual	2006	66,67	38,46	50,00	66,67	50,00	47,00	68,42	69,23	P = 0.010
	2008	66,67	38,46	50,00	66,67	41,67	52,29	68,42	69,23	
	2010	55,55	30,77	50,00	66,67	41,67	47,00	68,42	69,23	
AdS	2006	22,22	7,70	12,50	91,70	25,00	5,90	10,50	0,00	P = 0.021
	2008	22,22	7,70	25,00	91,70	25,00	11,70	10,50	0,00	
	2010	22,22	7,70	25,00	83,33	25,00	11,70	10,50	0,00	
CEG	2006	11,11	15,38	0,00	8,30	8,00	5,90	10,50	15,38	P = 0.000
	2008	22,22	15,38	0,00	8,30	16,67	5,90	10,50	23,00	
	2010	22,22	23,08	0,00	8,30	16,67	11,70	10,50	23,00	
PDVS	2006	7,23	1,20	1,35	1,46	1,03	0,77	1,62	0,29	P = 0.000
	2008	9,43	1,46	1,53	1,38	1,23	0,95	2,48	0,40	
	2010	10,59	1,57	1,67	1,38	1,32	1,84	2,11	0,46	
AI	2006	66,67	92,30	62,50	75,00	91,17	41,18	52,63	92,31	P = 0.000
	2008	66,67	92,30	62,50	75,00	91,67	47,00	52,63	92,31	
	2010	66,67	92,30	62,50	75,00	91,67	47,00	52,63	92,31	
Nombre d'entreprises N = 103		9	13	8	12	12	17	19	13	

**Rappel définitions de variables :** **TC** = nombre d'administrateurs dans le conseil ; **AdI** = pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil ; **Dual** = 1 si le directeur général occupe également le poste de président du conseil, et la valeur 0 sinon ; **AdS** = 1 si un salarié occupe un poste d'administrateur au sein du conseil, et la valeur 0 sinon ; **CEG** = 1 s'il y a un comité d'éthique et/ou de gouvernance et la valeur 0 sinon ; **PDVS** = pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **AI** = 1 si nous sommes en présence d'un actionnaire institutionnel identifié et la valeur 0 sinon.

**S1** = Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** = Equipements électroniques électriques ; **S3** = Agroalimentaire ; **S4** = Equipement et services santé ; **S5** = Pharmacie et biotechnologie ; **S6** = Médias ; **S7** = Services logiciels & informatiques ; **S8** = Technologie matériel équipement.

D'après les tests par Anova, nous constatons qu'il y a des différences entre les secteurs considérés, autrement dit, il y a des différences inter-secteurs. Par exemple, dans le secteur Bâtiment et matériaux de construction la taille moyenne du conseil est de 10 administrateurs. Elle est plus importante que dans les autres secteurs (elle est de 6 administrateurs dans le secteur Technologie matériel équipement, par exemple). L'actionnariat salarié est également beaucoup plus important dans ce secteur que dans les autres.

Dans le secteur Technologie matériel équipement, la présence de comité d'éthique et/ou de gouvernance et des administrateurs indépendants est plus forte que dans les autres secteurs (en 2010, nous avons respectivement 51,85 % et 23 % contre 36,95 % et 0 % dans le secteur agroalimentaire, par exemple).

## 2. Tests de normalité

Les tests statistiques que nous mettons en oeuvre par la suite, reposent pour la plupart sur l'hypothèse d'une distribution normale (gaussienne) des variables. Pour tester la normalité de nos variables continues, nous avons utilisé le test de Jarque-Bera (JB) qui permet d'évaluer l'hypothèse d'une normalité à partir des caractéristiques de symétrie (*skewness*) et d'aplatissement (*kurtosis*) de la distribution. Les caractéristiques d'une loi de distribution gaussienne sont les suivantes : une symétrie parfaite (*skewness* = 0) et une forme en cloche caractéristique (*kurtosis* = 3).

La statistique JB suit une loi du chi-deux à 2 degrés de liberté.  $JB = n \left( \frac{S^2}{6} + \frac{(K - 3)^2}{24} \right)$

Avec symétrie (*skewness*)  $S = \frac{\frac{1}{n} \sum (x_i - \bar{x})^3}{\left( \frac{1}{n} \sum (x_i - \bar{x})^2 \right)^{\frac{3}{2}}}$

Et aplatissement (*Kurtosis*)  $K = \frac{\frac{1}{n} \sum (x_i - \bar{x})^4}{\left( \frac{1}{n} \sum (x_i - \bar{x})^2 \right)^2}$

Si la statistique JB < 5,99 alors l'hypothèse de normalité est acceptable à un risque d'erreur de 5 %.

Nous avons effectué les tests de normalité pour nos trois années 2006, 2008 et 2010.

Les résultats de calcul de la statistique JB de nos variables continues pour l'année 2006 sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 36 : Tests de normalité (*skewness* et *kurtosis*) avant les transformations éventuelles**

Variabiles	Statistiques JB	Symétrie ( <i>skewness</i> ) : S	Aplatissement ( <i>Kurtosis</i> ) : K
VP	<b>99,92</b>	2,03	<b>5,60</b>
VACF	0,84	0,00	2,56
VAA	1,73	0,22	2,54
VAC	3,19	0,00	2,14
VAS	4,58	0,00	1,97
VAf	2,39	0,00	2,25
VAFi	0,00	0,00	2,99
TC	0,00	0,00	2,97
AdI	1,92	0,00	2,33
PDVS	<b>501,8</b>	0,08	<b>13,81</b>

**Rappel définitions de variables :** VP = Valeur partenariale ; VACF = pourcentage de la valeur appropriée par les créanciers financiers ; VAA = pourcentage de la valeur appropriée par les actionnaires ; VAC = pourcentage de la valeur appropriée par les clients ; VAS = pourcentage de la valeur appropriée par les salariés ; VAF = pourcentage de la valeur appropriée par les fournisseurs ; VAFi = pourcentage de la valeur appropriée par la firme ; TC = nombre d'administrateurs dans le conseil ; AdI = pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil ; PDVS = pourcentage des droits de vote des salariés.

Ici, nous observons que toutes nos variables continues n'ont pas des distributions conformes à la loi normale. Une distribution asymétrique, plus concentrée vers la gauche présente un indicateur d'asymétrie (*skewness*)  $< 0$ , et une courbe plus pointue qu'une loi normale présente un indicateur d'étalement (*kurtosis*)  $> 3$  (Hamilton, 2004).

Pour remédier à l'asymétrie des distributions, une simple transformation non linéaire (logarithme ou racine carrée, pour citer les plus couramment utilisées dans la littérature) permet de modifier la forme de la distribution et en particulier d'améliorer leur symétrie.

Nous avons pris le logarithme de VP, c'est classique dans les mesures de variables exprimées en unités monétaires pour corriger les asymétries de distribution à droite. En revanche, nous avons retenu la racine carrée de PDVS pour se rapprocher d'une distribution normale car c'est une variable tronquée à zéro par définition.

Suite aux transformations pratiquées sur les variables pour améliorer leur normalité, la variable VP a été transformée en  $\ln VP$  et la variable PDVS racine carré PDVS. Les tests de normalité de ces deux variables continues se présentent comme suit pour l'année 2006<sup>47</sup>.

**Tableau 37 : Tests de normalité (*skewness* et *kurtosis*) après les transformations**

Variables	Statistiques JB	Symétrie ( <i>skewness</i> ) : S	Aplatissement ( <i>Kurtosis</i> ) : K
$\ln VP$	5,76	0,00	2,17
Racine (PDVS)	5,95	0,16	1,86

### 3. Analyse bivariée : étude de la multicolinéarité

Dans un modèle de régression, les variables explicatives doivent être indépendantes entre elles. Pour s'assurer de l'absence de multicolinéarité entre les variables explicatives de nos modèles, nous avons procédé à une vérification en conduisant une analyse bivariée afin de tester, éventuellement, l'existence d'un problème de multicolinéarité dans nos données. En régression linéaire multiple, la multicolinéarité est un problème statistique souvent rencontré. Ce problème se pose lorsqu'il existe une forte corrélation entre les variables explicatives. Un calcul des coefficients de corrélation de Pearson était nécessaire pour se prononcer sur l'existence ou non d'un problème de multicolinéarité dans notre modèle de régression (3.1).

<sup>47</sup> Les données des années 2008 et 2010 ont été traitées de la même façon.

La VIF (*variance inflation factor*) et la Tolérance ( $1/VIF$ ) sont utilisées pour tester le niveau général de multicollinéarité (3.2).

### 3.1 Matrice de corrélation de Pearson

La matrice de corrélation de Pearson montre une forte corrélation (0,724) entre les deux variables taille du conseil (TC) et taille de l'entreprise (TE). Ce dernier indicateur sera alors présenté comme les résidus de la régression simple de TE sur TC, noté ResTE ; c'est donc la partie de la taille de la firme qui ne dépend pas de la taille de son conseil, et qui est par construction indépendante (non corrélée) à la taille du conseil.

Les résultats empiriques des régressions pour les trois années sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 38 : Résultats empiriques des régressions simples TE sur TC pour les 3 années**

Années	Coefficients $\alpha$	Coefficients $\beta$	R <sup>2</sup> Ajusté
2006	9,681	0,406	0,530
2008	9,892	0,397	0,490
2010	9,755	0,408	0,538

Cette modification rend les informations concernant la taille du conseil orthogonale à la taille de l'entreprise comme le montre le tableau suivant.

**Tableau 39 : Matrice des corrélations de Pearson année 2006<sup>48</sup>**

Année 2006												
	VP	AdI	TC	PDVS	Dual	CEG	AdS	ResTE	AI	END	M/B	Bêta
VP	1											
AdI	,223 <sup>*</sup>	1										
TC	,727 <sup>**</sup>	,197 <sup>*</sup>	1									
PDVS	,400 <sup>**</sup>	,086	,325 <sup>**</sup>	1								
Dual	,125	-,143	,041	,005	1							
CEG	,269 <sup>**</sup>	,184	,351 <sup>**</sup>	-,050	,084	1						
AdS	,067	,064	,173	,219 <sup>*</sup>	,145	,078	1					
ResTE	,628 <sup>**</sup>	,097	,000	,171	,149	,019	-,085	1				
AI	,060	,143	,083	-,055	,118	,144	,174	,090	1			
END	,317 <sup>**</sup>	,055	,254 <sup>**</sup>	,292 <sup>**</sup>	,013	,132	,134	,279 <sup>**</sup>	,033	1		
M/B	-,203 <sup>*</sup>	-,117	-,166	-,095	,306 <sup>**</sup>	-,118	,111	-,069	-,073	,095	1	
bêta	,337 <sup>**</sup>	,145	,254 <sup>**</sup>	,149	,194 <sup>*</sup>	,259 <sup>**</sup>	-,104	,219 <sup>*</sup>	,046	,103	,009	1

<sup>48</sup> Les matrices des années 2008 et 2010 sont présentées dans l'annexe 7.

**Légende :**

\*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral). \*\*. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral). En gras sont indiquées les corrélations supérieures à 0,5.

**Rappel définitions de variables :** **VP** = logarithme de la valeur partenariale ; **AdI** = pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil ; **TC** = nombre d'administrateurs dans le conseil ; **PDVS** = pourcentage des droits de vote des salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentant des salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : Résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Les principales observations que nous tirons des matrices des corrélations sont les suivantes. Concernant la variable mesurant la valeur partenariale (VP), on constate que cette variable est corrélée avec les variables taille du conseil (TC) et taille de l'entreprise (ResTE), les coefficients sont respectivement de 0,727\*\* et 0,628\*\* en 2006 et de 0,676\*\* et 0,656\*\* en 2008 et de 0,731\*\* et 0,583\*\* en 2010. D'un point de vue général, il y a très peu de corrélations dépassant 0,5 entre nos variables explicatives, ce qui signifie qu'il n'y a pas de problème sévère de multicolinéarité. Mais l'étude des matrices de corrélations ne permet pas forcément de détecter tous les problèmes de multicolinéarité (Hamilton, 2004).

### 3.2 Diagnostic général de multicolinéarité

Pour tester le niveau général de multicolinéarité nous avons calculé le VIF (*variance inflation factor*) et la Tolérance (1/VIF). Le VIF d'une variable X reflète dans quelle mesure la variance et l'erreur de prévision des coefficients des autres variables du modèle sont augmentées par l'inclusion de cette variable X. La tolérance (1/VIF) mesure quelle proportion de la variance d'une variable X est indépendante des autres variables du modèle.

Pour que le niveau de multicolinéarité soit satisfaisant, il faut que le VIF soit faible (ou que la tolérance soit élevée). Hamilton (2004) indique, en faisant référence à Chatterjee *et al.* (2000), que la présence de multicolinéarité est détectée lorsque le VIF maximum est supérieur à 10.

Pour illustration, lorsque le VIF atteint 2, cela signifie que la variance de la variable concernée dépend déjà à 50 % des autres variables explicatives. Dans la pratique, on peut donc considérer qu'il existe des problèmes de multicolinéarité lorsque le VIF d'une variable est supérieur à 2 ou à 3. Les VIF de nos variables sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 40 : Diagnostic général de multicollinéarité**

	Année 2006 (N = 103)		Année 2008 (N = 103)		Année 2010 (N = 103)	
Variables	VIF	Tolérance	VIF	Tolérance	VIF	Tolérance
AdI	1,257	,795	1,292	,774	1,250	,800
TC	1,855	,539	1,755	,570	1,755	,570
PDVS	1,636	,611	1,390	,720	1,511	,662
Dual	1,317	,760	1,382	,724	1,198	,835
CEG	1,343	,744	1,342	,745	1,275	,784
AdS	2,393	,418	2,347	,426	1,754	,570
AI	1,402	,713	1,359	,736	1,443	,693
ResTE	1,482	,675	2,092	,478	1,512	,661
END	1,496	,668	1,909	,524	1,511	,662
M/B	1,322	,756	1,334	,750	1,192	,839
bêta	1,691	,591	2,372	,422	1,693	,591
Secteur	Inclus		Inclus		Inclus	
VIF Moyen	1,563		1,688		1,463	

**Rappel définitions de variables :** **AdI** = pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil ; **TC** = nombre d'administrateurs dans le conseil ; **PDVS** = pourcentage des droits de vote des salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentant des salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidu de la taille du conseil et la taille de l'entreprise ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Dans notre cas le VIF maximum s'élève à 2,393 (2,347) en 2006 (2008) (concernant la variable administrateurs salariés, AdS), et le VIF moyen s'établit à respectivement 1,563, 1,688 et 1,463 en 2006, 2008 et 2010 (cette valeur proche de 2 signifie qu'en moyenne seule un peu plus de la moitié de la variance de nos variables est indépendante des autres variables). On retrouve l'analyse esquissée grâce à l'étude des matrices de corrélations : malgré des VIF qui peuvent sembler raisonnables pris individuellement, on constate que certaines de nos variables sont partiellement corrélées entre elles ce qui se traduit par une multicollinéarité diffuse et généralisée dans notre modèle. Ce phénomène est la conséquence des interrelations entre les caractéristiques des entreprises (taille, endettement) et les mécanismes de gouvernance, et rejoint la problématique généralement posée par l'endogénéité dans les études empiriques de gouvernance.

Dans une régression multiple, on cherche à estimer l'effet de chaque variable explicative indépendamment des autres. Aussi, il est important de savoir dans quelle mesure certaines variables sont liées entre elles pour mieux interpréter les résultats. Afin de limiter l'influence



de la multicolinéarité de certaines de nos variables explicatives, nous allons, dans un premier temps, présenter la taille de l'entreprise comme les résidus de la régression de TE sur TC, noté ResTE. Dans un second temps, nous avons choisi de présenter le modèle complet puis le même modèle, après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC). Nous utilisons deux modèles (voir section 2 point 1.2).

### **Conclusion de la section 1**

Globalement, la valeur partenariale a augmenté de 5,92 % entre 2006 et 2008 et de 22,76 % entre 2008 et 2010.

En matière d'appropriation de valeur, entre 2006 et 2008, il y a eu un transfert de la valeur partenariale des clients aux bénéficiaires des bailleurs de fonds (créanciers financiers en particulier) et salariés. Mais entre 2008 et 2010, la part appropriée par toutes les parties prenantes a augmenté sauf pour les créanciers financiers et les salariés. Ces résultats sont à rapprocher de la nature des relations contractuelles. A ce titre, les prêteurs et les salariés voient leur rémunération stabilisée dans le temps par contrat, alors que celle des actionnaires est ajustable au gré de la performance, et que celle des clients/fournisseurs est révisable au gré du cycle opérationnel.

Concernant la gouvernance, nous avons constaté une amélioration au sein des entreprises françaises qui va dans le sens des codes de "bonnes pratiques ". Il y a un renforcement de la présence d'administrateurs indépendants ainsi que de l'actionnariat salarié. Mais le fait marquant est l'émergence du comité d'éthique et/ou de gouvernance avec une augmentation de 50 % entre 2006 et 2010.

Nous avons constaté des effets inter-secteurs sur les caractéristiques de gouvernance. Le secteur « Bâtiment et matériaux de construction » est caractérisé par la taille du conseil la plus élargie, la plus grande présence des administrateurs représentant les salariés, et de l'actionnariat salarié. C'est aussi le secteur qui compte le plus de comités d'éthique et/ou de gouvernance. Le secteur Equipements électriques et électroniques est caractérisé par une forte présence d'actionnariat institutionnel et des administrateurs indépendants.

Ces constats confirment l'intérêt d'introduire dans nos modèles des effets fixes pour capter l'impact des différences inter-sectorielles sur nos résultats.

Enfin, nous avons procédé à des tests de normalité et à l'analyse du problème de multicollinéarité. Ce travail nécessaire pour l'analyse de la relation entre les mécanismes de gouvernance et la création de valeur partenariale constituera l'objet de la section suivante.

## SECTION2 : ANALYSE DE LA RELATION ENTRE MÉCANISMES DE GOUVERNANCE ET VALEUR PARTENARIALE

Le but de cette section est d'examiner les relations entre les mécanismes de gouvernance et la création de valeur partenariale. Nous proposons et étudions le modèle de régression multivariée sur l'ensemble de la période (§1). Puis nous analysons la sensibilité année par année (§2).

### 1. Relation entre mécanismes de gouvernance et création de valeur partenariale : régressions multivariées

Afin d'évaluer les relations entre les mécanismes de gouvernance et la création de valeur partenariale, nous avons estimé des régressions simples et multiples. Les régressions simples seront présentées dans le (1.1) et les régressions multiples feront l'objet du (1.2).

#### 1.1. Régressions simples

Les équations de (1) à (7) permettent d'étudier des associations simples entre chacun des sept mécanismes de gouvernance étudiés et la valeur partenariale. Nous utilisons le modèle suivant.

$$VP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gov_{it} + \beta_2 ResTE_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 bêta_{it} + \beta_5 M/B_{it} + \sum_{\beta 6-12} S1-S7 + \beta_{13} Y2006 + \beta_{14} Y2008 + \varepsilon_{it}$$

**Avec :**

**VP<sub>it</sub>** : valeur partenariale de l'entreprise i à l'année t ; la variable **Gov<sub>it</sub>** va désigner chacun des mécanismes de gouvernance étudié ; **ResTE** : c'est le résidu de la régression de TE sur TC ; **END** : taux d'endettement ; **bêta** : indicateur de risque de la firme ; **M/B** : *Market to book*.

Nous avons classé les entreprises en huit secteurs : **S1** = Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** = Equipements électroniques & électrique ; **S3** = Agroalimentaire ; **S4** = Equipement et services santé ; **S5** = Pharmacie et biotechnologie ; **S6** = Médias ; **S7** = Services logiciels & informatiques ; **S8** = Technologie matériel équipement. Nous avons également codé les années 2006, 2008 et 2010.

Les résultats de nos régressions sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau 41 : Régressions simples

Equations	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)		(7)	
Variables	VP		VP		VP		VP		VP		VP		VP	
	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat			Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constantes	12,376	50,589***	11,454	101,292***	12,415	51,628***	12,597	51,753***	12,702	55,370***	12,615	54,372***	12,538	51,212***
AdI	,009	3,668***												
TC			,301	34,011***										
PDVS					,276	3,842***								
Dual							,116	,923						
CEG									,905	5,080***				
AdS											,768	4,243***		
AI													,248	1,758
ResTE	,525	10,489***	,707	30,057***	,534	10,705***	,533	,533***	,522	10,631***	,549	11,064***	,531	10,422***
END	,013	2,148**	-,007	-2,535***	,013	2,088**	,015	,015***	,014	2,331**	,017	2,818***	,015	2,381***
M/B	-,061	-,989	-,053	-1,869**	-,071	-1,151	-,106	-,106*	-,089	-1,474	-,096	-1,576*	-,089	-1,416
bêta	,953	5,063***	-,039	-,431	,943	5,016***	1,027	1,027***	,837	4,464***	,930	4,973***	1,003	5,233***
Y2006	,074	,425	,007	,082	,063	,364	,114	,639	,116	,683	,115	,667	,089	,506
Y2008	,261	1,846**	,159	2,452***	,295	2,098**	,322	2,241**	,291	2,106**	,317	2,274**	,312	2,183**
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
N	309		309		309		309		309		309		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,582		0,912		0,584		0,565		0,599		0,588		0,568	
F value	31,682		227,589		31,906		29,523		33,799		32,461		29,906	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :**

**VP** : logarithme de la valeur partenariale; **AdI**: pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC**: nombre d'administrateurs au conseil; **PDVS**: la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés; **Dual**: le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général (0,1); **CEG**: présence de comité d'éthique et/ou de gouvernance (0,1); **AdS**: présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil (0,1); **AI**: présence d'administrateurs institutionnels identifiés (0,1); **ResTE**: résidus de la régression de la taille de l'entreprise (TE) sur taille du conseil (TC); **END**: taux d'endettement; **M/B**: *Market to book*; **bêta**: indicateur de risque de la firme.

Nous avons classé les entreprises en huit secteurs : **S1** = Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** = Equipements électroniques & électrique ; **S3** = Agroalimentaire ; **S4** = Equipement et services santé ;

**S5** = Pharmacie et biotechnologie ; **S6** = Médias ; **S7** = Services logiciels & informatiques ; **S8** = Technologie matériel équipement. Nous avons également codé les années 2006, 2008 et 2010.

A ce jour, à notre connaissance, aucune étude empirique n'a étudié la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance organisationnelle mesurée par la valeur partenariale. De ce fait, notre référence pour l'interprétation de nos résultats sera la performance financière.

Les résultats de la régression (1),  $R^2$  ajusté = 0,582, indiquent une association statistiquement significative et positive entre la proportion d'administrateurs indépendants au conseil (AdI) et la valeur partenariale, contrairement à plusieurs études. Agrawal et Knoeber (1996), Yermak (1996) et Klein (1998) notent une relation négative entre la présence d'administrateurs indépendants au conseil et la performance financière. André et Schiell (2004) observent que la performance financière est positivement corrélée avec la proportion d'administrateurs indépendants au Canada. Ceci suggère que les firmes qui ont plus d'administrateurs indépendants créent plus de valeur partenariale. L'indépendance du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale. Notre hypothèse (H1a) se trouve alors validée.

Le coefficient de régression de l'équation (2),  $R^2$  ajusté = 0,912, suggère une association positive et significative entre la Taille du Conseil (TC) et la valeur partenariale. Nous constatons le fort changement en terme de  $R^2$  ajusté lorsqu'on introduit TC (vs. Les autres variables de gouvernance) cela veut dire que la taille du conseil semble jouer un rôle prépondérant dans la création de valeur, ce n'est pas incompatible avec les théories cognitives de la gouvernance. Ce résultat est conforme aux études empiriques antérieures (Pearce et Zahra, 1992, Dalton, Daily, Johnson et Ellstrand, 1999) en matière de performance financière. Ces auteurs plaident pour un conseil élargi. Pour eux, le conseil d'administration est un moyen de se procurer les expériences et les connaissances nécessaires à la bonne gestion de la diversification. Les entreprises qui poursuivent une stratégie de diversification devraient avoir de plus grands conseils.

En France, le droit des sociétés prévoit que le conseil d'administration peut être composé de 3 à 18 membres. Les rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002) n'ont fourni aucune précision sur ce point. Notre étude a montré une taille moyenne de huit administrateurs. Le résultat de notre étude, suggère que les larges conseils créent plus de valeur partenariale. La taille du conseil a donc un effet positif sur la création de valeur partenariale. Notre hypothèse (H1c) est donc validée.

Le coefficient de régression de l'équation (3),  $R^2$  ajusté = 0,584, témoigne d'une association positive et significative entre le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés (PDVS) et la valeur partenariale. Dans notre étude, la moyenne du pourcentage des droits de vote par les salariés (PDVS) a été de 1,64 %, 2,1 % et 2,32 % respectivement en 2006, 2008

et 2010. Nous avons recensé 39 études sur la relation entre l'actionnariat salarié et la performance financière. En se basant sur la théorie de l'agence, Desbrières (2002) estime que l'actionnariat salarié permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires. La majorité des études recensées (23 sur 39) ont montré une relation positive entre l'actionnariat salarié et la performance financière. Notre étude est conforme à ces résultats. Ceci suggère que l'actionnariat salarié a un effet positif sur la création de la valeur partenariale. Notre hypothèse (H1g) se trouve alors validée.

Le coefficient de régression de l'équation (5),  $R^2$  ajusté = 0,599, indique une association positive et significative entre l'existence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) et la valeur partenariale. A notre connaissance, cette relation n'a jamais été testée même en matière de performance financière. Depuis 2002 les codes de "bonne" gouvernance recommandent des entreprises cotées qu'elles aient des comités. Klein (1995) considère que la création des comités spécialisés au sein du conseil pourrait améliorer son efficacité. Le comité d'éthique et/ou de gouvernance a pour rôle de promouvoir les meilleures pratiques de gouvernance et d'éthique. Dans notre échantillon, la moyenne des firmes dotées de ce comité est de 9,71 %, 12,62 % et 14,56 % respectivement en 2006, 2008 et 2010. La présence de ce comité au sein de la firme a un effet positif sur la création de la valeur partenariale. Notre hypothèse (H1e) est donc validée.

Le coefficient de régression de l'équation (6),  $R^2$  ajusté = 0,588, témoigne d'une association positive et significative entre l'existence d'administrateurs représentant les salariés (AdS) et la valeur partenariale. Pourtant dans la littérature, Jensen et Meckling (1979) estiment que la présence des salariés au conseil est une source d'inefficacité. Pour Desbrières (2002), il n'est pas certain que l'information à laquelle les salariés vont accéder ne soit pas détournée pour satisfaire leurs propres intérêts.

En France, l'étude empirique de Guedri et Hollandts (2008), sur un échantillon de 152 entreprises, a montré l'effet néfaste de la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration sur la performance financière. Mais Smith (1991) estime que la participation des salariés au conseil permet de réduire l'asymétrie d'information, ce qui contraindrait les dirigeants à renoncer à certains comportements opportunistes. En 2006, l'étude de l'Institut Français des Administrateurs (IFA) a montré une contribution et une valeur ajoutée reconnue aux administrateurs salariés. Ils contribuent à enrichir le travail du conseil par leur connaissance des réalités de l'entreprise, leur engagement à long terme et l'attention portée à l'importance du capital humain ainsi qu'à leur diversité d'origine de formation. Nos résultats

ont montré que la participation des salariés au conseil a un effet positif sur la création de la valeur partenariale. Notre hypothèse (H1b) se trouve alors validée.

Les coefficients rapportés dans le tableau pour les équations (4) et (7) montrent une influence positive et non significative entre les deux variables, (Dual) qui représente le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général et (AI) qui capte la présence d'actionnaires institutionnels identifiés, et la valeur partenariale. Sur le plan théorique, le cumul des fonctions (Dual) renforce la position de dirigeant et crée des coûts d'agence supplémentaires. La dissociation des fonctions est ainsi vivement recommandée par les codes de gouvernance. Dans notre échantillon, la moyenne de cumul des fonctions a tendance à diminuer (57,3 % en 2008 contre 54,37 % en 2010). Nous avons supposé que la dissociation des fonctions de président et de directeur général a un effet positif sur la création de valeur partenariale. Or, contrairement à nos attentes, c'est le cumul des fonctions (Dual) qui est positivement lié à la création de valeur partenariale, mais non significative. Notre hypothèse (H1d) se trouve alors non validée.

Pour les actionnaires institutionnels identifiés (AI), la relation est positive mais non significative. Il n'y a donc pas de relation entre la présence des actionnaires institutionnels identifiés et la création de valeur partenariale. Ceci est contraire à plusieurs études, aux Etats-Unis, notamment Gompers, Ishii et Metrick (2003), Brown et Caylor (2004) et Bebchuk et al. (2004) et en France, Demargny (1994), Djelassi (1996), Mtanios et Paquerot (1999) et Elyasiani et al. (2010) qui ont montré un lien positif entre cette variable et la performance financière. De notre point de vue, nous ne pouvons pas conclure que la présence d'actionnaires institutionnels identifiés a un effet significatif sur la création de valeur partenariale. Par conséquent, notre hypothèse (H1f) n'est pas validée.

En résumé, nos hypothèses (H1a), (H1b), (H1c), (H1e) et (H1g) sont validées mais (H1d) et (H1f) ne le sont pas.

## 1.2. Régressions multiples

Notre analyse multivariée va tester simultanément, tous les mécanismes de gouvernance étudiés susceptibles d'influencer la création de valeur partenariale. A cette fin, le modèle suivant est spécifié et testé de façon empirique.

$$VA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AdI_{it} + \beta_2 AdS_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 CEG_{it} + \beta_6 AI_{it} + \beta_7 PDVS_{it} + \beta_8 ResTE_{it} + \beta_9 END_{it} + \beta_{10} bêta_{it} + \beta_{11} M/B_{it} + \sum_{\beta_{12-18}} S1-S7 + \beta_{19} Y_{2006} + \beta_{20} Y_{2008} + \varepsilon_{it}$$

Comme nous l'avons déjà dit, en raison de la forte corrélation (0,724) entre les deux variables taille de l'entreprise (TE) et taille du conseil (TC), nous utilisons ResTE pour rendre les informations concernant la taille du conseil orthogonale à celle relative à la taille de l'entreprise. TC et ResTE sont par construction non corrélées.

En revanche, le fait que TC est assez fortement corrélé avec d'autres variables de gouvernance, PDVS (0,325) et CEG (0,351) notamment, et des risques de recoupement du pouvoir explicatif de ces dernières, nous avons choisi de présenter le modèle complet puis le même modèle, après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC).

Les effets fixes du temps sont présentés par les variables (Y2006, Y2008) en référence à la dernière année d'observation. Ces variables années contrôlent également les effets macroéconomiques connexes, par exemple, le changement dans le niveau de la valeur partenariale sur la durée de l'étude.

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant pour le modèle complet et pour le même modèle, après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC).

**Tableau 42 : Résultats des régressions multiples pour l'échantillon groupé sur la période 2006, 2008 et 2010**

	Modèle (1)		Modèle (2) (a)	
Variables	Coefficients	t stat	Coefficients	t stat
Constantes	11,331	94,535***	12,190	50,340***
AdI	,002	1,757*	,007	2,930***
TC	,289	30,959***		
PDVS	,146	4,335***	,244	3,506***
Dual	,044	,794	,141	1,212
CEG	,165	1,939**	,905	5,343***
AdS	,005	,062	,478	2,675***
AI	-,031	-,482	,098	,733
ResTE	,692	29,670***	,508	10,847***
END	-,008	-2,727***	,014	2,335**
M/B	-,040	-1,427	-,060	-1,027
bêta	-,125	-1,365	,519	2,805***
Y2006	,004	,048	,116	,716
Y2008	,142	2,252**	,243	1,857*
S1 à S7	Inclus (b)		Inclus (b)	
N	309		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,918		0,644	
F value	172,390		30,378	



**Légende:**

\*, \*\*, \*\*\*: les coefficients sont significatifs aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement (test bilatéral).

(a) pour contrôler les effets potentiels de multicolinéarité. (2) le modèle (2) reproduit le modèle (1) après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC).

(b) par rapport au secteur de référence S7, les secteurs S2, S4, S5 et S8 ont des coefficients négatifs, généralement significatifs et les secteurs S1, S3 et S6 ont des coefficients positifs, généralement significatifs.

Dans le modèle (1), quatre variables se rapportent à la qualité de gouvernance d'entreprise et ont une association positive et statistiquement significative avec la création de valeur partenariale, comme prévu : (1) la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil (AdI), (2) le nombre d'administrateurs au sein du conseil (TC), (3) le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVS) et (4) la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). Ceci suggère que les firmes qui ont plus d'administrateurs indépendants, des conseils élargis, un actionnariat salarié et un comité d'éthique et/ou de gouvernance créent plus de valeur partenariale que les autres. Toutefois, les variables marquant la présence d'administrateurs salariés au conseil (AdS), le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général, (Dual) ainsi que l'existence d'actionnaires institutionnels identifiés, sont sans effets significatifs sur la création de valeur partenariale.

En outre, certaines variables de contrôle présentent un coefficient statistiquement significatif, notamment les firmes les plus endettées, qui créent moins de valeur partenariale. Ce résultat est contraire à la théorie qui considère que le financement par la dette permet de réduire les coûts d'agence en contribuant à la discipline managériale (Jensen et Meckling, 1976). La variable coefficient de Marris (M/B) a un effet négatif et non significatif sur la création de valeur. Si l'on considère que le coefficient de Marris (M/B) est un indicateur boursier qui mesure la création de valeur pour l'actionnaire alors nous ne pouvons pas conclure sur le lien entre la valeur partenariale et la valeur actionnariale.

Dans l'ensemble, le modèle (1) est très significatif avec un R-carré ajusté de 91,8 %.

Afin d'éviter les effets de multicolinéarité potentiels, nous reproduisons la régression initiale après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC). Nous obtenons un R-carré ajusté de 64,4 %, le modèle reste très significatif. Pour nos mécanismes de gouvernance, tous les effets significatifs observés dans la première régression demeurent également importants. Le modèle (2), cependant, indique les mêmes associations avec en plus une association statistiquement significative et positive entre l'existence d'administrateurs représentant des salariés (AdS) et la valeur partenariale.

Parmi les variables de contrôle, l'indicateur de risque de la firme (bêta) devient positif et statistiquement significatif et la variable taux d'endettement (END) change de signe. De ce fait, les firmes les plus endettées créent plus de valeur partenariale. Cette sensibilité des effets

de l'endettement et du risque est cohérente avec la forte corrélation binaire qui existe entre la taille du conseil (TC) et ces deux variables (0,254\*\*).

Enfin, dans les deux modèles, quatre secteurs (S2, S4, S5 et S8) sont associés négativement à la valeur partenariale. Ceci suggère que les entreprises appartenant au secteur de référence (Service logiciels & informatiques) créent plus de valeur partenariale que ces derniers, *ceteris paribus*.

Dans l'ensemble, nos conclusions, tirées à partir de ces estimations, sont robustes à la taille du conseil et aux effets de multicollinéarité, et sont conformes à notre hypothèse (H1). Ainsi, la qualité de gouvernance de l'entreprise – observée à travers la taille et l'indépendance du conseil, le pouvoir actionnarial des salariés, et la présence d'un comité d'éthique - a un effet positif sur la création de valeur partenariale, *ceteris paribus*. De ce fait notre hypothèse (H1) est validée dans la plupart de ses déclinaisons.

## **2. Liens entre mécanismes de gouvernance et valeur partenariale : analyse de sensibilité année par année**

Les résultats de nos régressions présentés au paragraphe précédent portent sur l'ensemble de l'échantillon pour les années 2006, 2008 et 2010. Malgré le recours de certains auteurs (Himmelberg et al. 1999) à l'économétrie des données de panel pour tenir compte de la dimension temporelle, d'autres (par exemple, Zhou, 2001) notent que les variables de gouvernance changent peu d'une année à l'autre, mais qu'il existe des différences importantes entre les sociétés. Ils préfèrent donc l'analyse en coupe transversale. Afin d'évaluer l'impact de ce *pooling* sur nos résultats, nous avons effectué des régressions année par année.

### **2.1. Régressions simples**

Les équations (1) à (7) permettent d'étudier les différentes associations simples. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

Les résultats de la coupe transversale sont sensiblement les mêmes que nos résultats combinés pour les années 2006 et 2010. Les variables significatives sont (1) la taille du conseil (TC), (2) la proportion d'administrateurs indépendants (AdI), (3) le pourcentage des droits de votes accordées aux salariés (PDVS), (4) la présence d'un comité d'éthique et /ou de gouvernance (CEG) et (5) la présence d'administrateurs salariés au conseil (AdS).

Pour 2008, seules les variables taille du conseil (TC) et présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) restent significatives.

**Tableau 43 : Régressions simples année par année**

Equations		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Variables	Années	VP	VP	VP	VP	VP	VP	VP
Constante	2006	12,676 (25,503***)	11,392 (54,111***)	12,631 (25,227***)	13,615 (31,250***)	12,934 (27,020***)	12,835 (26,999***)	12,758 (24,682***)
	2008	12,388 (31,574***)	11,628 (62,380***)	12,381 (31,427***)	12,613 (33,505***)	12,600 (34,408***)	12,583 (33,782***)	12,502 (32,143***)
	2010	12,287 (26,760***)	11,554 (55,153***)	12,426 (29,365***)	12,625 (28,687***)	12,789 (30,859***)	12,652 (30,138***)	12,625 (28,947***)
AdI	2006	,010 (2,210*)						
	2008	,006 (1,384)						
	2010	,010 (2,270**)						
TC	2006		,310 (21,940***)					
	2008		,298 (17,520***)					
	2010		,301 (18,178***)					
PDVS	2006			,323 (2,223**)				
	2008			,166 (1,385)				
	2010			,356 (2,943***)				
Dual	2006				,263 (1,139)			
	2008				-,219 (-,985)			
	2010				,197 (,889)			
CEG	2006					1,106 (3,089***)		
	2008					,685 (2,154**)		
	2010					,850 (2,189***)		
AdS	2006						1,094 (3,275***)	
	2008						,404 (1,203)	
	2010						,716 (2,137**)	
AI	2006							,212 (0,825)
	2008							,141 (,586)
	2010							,275 (1,065)
Variables de contrôle	Incluses							
S1 à S7	Inclus							
N R <sup>2</sup> Ajusté F value	2006	103 0,542 11,074	103 0,924 104,348	103 0,543 11,084	103 0,524 10,371	103 0,564 11,985	103 0,569 12,217	103 0,521 10,251
	2008	103 0,611 14,374	103 0,910 86,968	103 0,611 14,375	103 0,607 14,149	103 0,623 15,022	103 0,609 14,263	103 0,605 14,000
	2010	103 0,527 10,482	103 0,893 71,957	103 0,544 11,145	103 0,505 9,658	103 0,541 11,011	103 0,528 10,523	103 0,506 9,723

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :**

**VP** : logarithme de la valeur partenariale; **AdI**: pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC**: nombre d'administrateurs au conseil; **PDVS**: la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés; **Dual**: le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général (0,1); **CEG**: l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance (0,1); **AdS**: présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil (0,1); **AI**: présence d'administrateurs institutionnels identifiés (0,1); **ResTE**: résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END**: taux d'endettement; **M/B**: *Market to book*; **bêta**: indicateur de risque de la firme.

## 2.2. Régressions multiples

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

Pour le modèle (2), excluant la variable taille du conseil (TC), les résultats des années 2006 et 2010 sont sensiblement conformes à nos résultats combinés. On retrouve les quatre variables significatives : (1) la proportion d'administrateurs indépendants (AdI), (2) le pourcentage des droits de votes accordés aux salariés (PDVS), (3) la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) et (4) la présence d'administrateurs salariés au conseil (AdS). Toutefois le niveau de significativité est moindre. Par exemple, pour l'année 2010, tous les coefficients conservent le même signe et leur significativité, sauf pour la variable (AdS) qui n'est significative qu'en 2006.

En 2008, tous les coefficients conservent le même signe mais la seule variable qui reste significative est la présence d'un comité d'éthique et /ou de gouvernance (CEG). Les mécanismes (PDVS) et (AdS), qui concernent les salariés, n'ont aucune influence sur la création de valeur. L'année 2008 est une année de crise économique et financière ; en période de crise la variable d'ajustement est souvent le capital humain. Les salariés se trouvent fragilisés et leur influence diminue. La présence d'actionnariat salarié a un effet bénéfique sur la création de valeur partenariale, sauf en période de crise. Sachant que la valeur partenariale est la différence entre les ventes d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité. Il se peut qu'en période de crise, les salariés usent de leur présence pour accroître les coûts d'opportunité du capital humain, d'où une moindre valeur partenariale, toutes choses égales par ailleurs.

Concernant notre modèle (1) complet, seules les variables taille du conseil (TC) et pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVS) restent significatives chaque année. Par rapport à nos résultats combinés, les deux variables, la proportion d'administrateurs indépendants (AdI) et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG), ne sont plus significatives.

Tableau 44 : Résultats des régressions année par année

Modèles	Modèle 1 [2006]		Modèle 2 [2006]		Modèle 1 [2008]		Modèle 2 [2008]		Modèle 1 [2010]		Modèle 2 [2010]	
Variabes	Coefficients	t stat	Coefficients	t stat	Coefficients	t stat	Coefficients	t stat	Coefficients	t stat	Coefficients	t stat
Constante	11,359	51,226****	12,529	25,877***	11,516	54,172***	13,022	29,340***	11,328	50,043***	12,034	27,277***
AdI	,002	1,334	,007	1,771*	-,000	-,013	,004	1,012	,003	1,589	,007	1,688*
TC	,298	18,861***			,294	16,598***			,282	15,589***		
PDVS	,123	1,945**	,272	1,899*	,146	2,462**	,148	1,210	,155	2,549***	,325	2,728***
Dual	,058	,614	,156	,725	-,004	-,033	-,144	-,646	,065	,623	,281	1,377
CEG	,121	,757	1,028	2,958***	,195	1,215	,755	2,345**	,134	,888	,876	3,070***
AdS	,038	,241	,679	1,945**	-,065	-,378	,380	1,091	,020	,130	,347	1,156
AI	-,098	-,926	,036	,150	-,065	-,551	,063	,260	,040	,324	,140	,567
ResTE	,694	18,647***	,584	6,982***	,755	15,653***	,502	5,338***	,645	14,629***	,442	5,269***
END	-,009	-1,662*	,012	,993	-,010	-1,843	,012	1,169	-,008	-1,442	,015	1,401
M/B	-,039	-,994	-,135	-1,527	-,002	-,036	,047	,331	-,077	-1,298	,039	,329
bêta	-,100	-,664	,449	1,337	-,194	-,906	1,025	2,486***	-,106	-,635	,423	1,301
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
N	103		103		103		103		103		103	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,926		0,616		0,912		0,627		0,899		0,603	
F value	71,580		10,606		59,540		10,158		51,660		10,096	

**Légende:**

\*, \*\*, \*\*\*: les coefficients sont significatifs aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement (test bilatéral).

Modèle (1): c'est le modèle complet. Modèle (2): reproduit le modèle (1) après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC).

Rappel définitions des variables :

**VP** : logarithme de la valeur patrimoniale; **AdI**: pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC**: nombre d'administrateurs au conseil; **PDVS**: la racine carrée de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés; **Dual**: le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général (0,1); **CEG**: l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance (0,1); **AdS**: présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil (0,1); **AI**: présence d'administrateurs institutionnels identifiés (0,1); **ResTE**: résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil; **END**: taux d'endettement; **M/B**: *Market to book*; **bêta**: indicateur de risque de la firme.

### Conclusion de la section 2

L'objectif de cette section était d'examiner la nature de la relation entre les mécanismes de gouvernance et la création de valeur partenariale. Quatre mécanismes ressortent globalement positivement associés à la valeur partenariale créée : taille et indépendance du conseil ; pouvoir actionnarial des salariés ; présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Les conseils élargis constituent un levier de création de valeur à la fois actionnariale et partenariale. Ces résultats permettent de souligner l'importance de certains mécanismes de gouvernance organisationnelle qui participent à la création de valeur partenariale, ce qui conforme aux "bénéfices" de la gouvernance organisationnelle au-delà de la firme et de ses actionnaires. En particuliers, l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires participe également à cette création de valeur partenariale. La réduction des coûts d'agences entre actionnaires et salariés par des mécanismes incitatifs bénéficie à la chaîne de valeur dans son ensemble.

La stabilité temporelle est acquise dans l'ensemble, sauf pour l'indépendance du conseil.

Vu que les mécanismes de gouvernance changent peu d'une année à l'autre, nous avons ensuite effectué une analyse en coupe transversale, année par année. Les résultats sont sensiblement les mêmes que nos résultats combinés pour les années 2006 et 2010 mais, en 2008, seules la taille du conseil (TC) et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) sont associées à la valeur partenariale créée. Le pouvoir actionnarial des salariés a perdu son influence sur la création de valeur. L'année 2008 est une année de crise économique et financière ; en période de crise la variable d'ajustement est souvent le capital humain. Les salariés se trouvent fragilisés et leur influence diminue.

Ainsi, la qualité de gouvernance de l'entreprise –observée à travers la taille et l'indépendance du conseil, le pouvoir actionnarial des salariés, et la présence d'un comité d'éthique- a un effet positif sur la création de valeur partenariale, *ceteris paribus*. De ce fait notre hypothèse (H1) est validée dans la plupart de ses déclinaisons. Les autres hypothèses, concernant la relation entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la valeur partenariale, feront l'objet de la section suivante.

### SECTION 3 : ANALYSE DE LA RELATION ENTRE MÉCANISMES DE GOUVERNANCE ET APPROPRIATION DE LA VALEUR PARTENARIALE

L'enjeu de la gouvernance partenariale est sa capacité à réguler les conflits en matière de répartition de la rente organisationnelle (Charreaux, 2007). Dans notre cadre d'analyse, une gouvernance "efficace" diminue le risque d'expropriation et renforce la confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre, au profit d'une collaboration plus fructueuse dans la durée. La discipline managériale associée aux mécanismes de gouvernance devrait entraîner une réduction et/ou un meilleur contrôle du risque supporté par la PPE dans sa relation contractuelle avec la firme. Si c'est bien le cas, alors le mécanisme en question est qualifié de Mécanisme Réducteur de Risque (MRR) ; il incite la PEE à contracter à un prix d'opportunité plus faible, d'où un coût plus avantageux pour la firme en termes d'accès aux ressources (ou un prix de vente plus élevé dans la relation avec les clients). En somme, la firme va s'approprier davantage de valeur partenariale, au détriment de la PEE. En revanche, si le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'agit d'un Mécanisme Levier de Pouvoir (MLP). La partie prenante s'approprie alors plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

A ce jour, à notre connaissance, aucune d'étude empirique n'a examiné la relation entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la performance organisationnelle mesurée par la valeur partenariale.

Notre analyse multivariée va tester, simultanément, tous les mécanismes de gouvernance étudiés susceptibles d'influencer l'appropriation de valeur partenariale par la firme et les parties prenantes explicites (PPE). A cette fin, le modèle suivant est spécifié et testé de façon empirique. La variable VAPPE va être remplacée par la firme et par chacune des PPE : salariés, clients, fournisseurs, créanciers financiers et actionnaires.

$$VAPPE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AdI_{it} + \beta_2 AdS_{it} + \beta_3 TC_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 CEG_{it} + \beta_6 AI_{it} + \beta_7 PDVS_{it} + \beta_8 ResTE_{it} + \beta_9 END_{it} + \beta_{10} \text{bêta}_{it} + \beta_{11} M/B_{it} + \sum_{\beta_{12-18}} S1-S7 + \beta_{19} Y 2006 + \beta_{20} Y 2008 + \varepsilon_{it}$$

Nous examinons l'appropriation de la valeur partenariale par la firme (§1) et par les autres parties prenantes explicites (§2).

## **1. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par la firme**

Le but de ce paragraphe est d'examiner les relations entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de valeur partenariale par la firme. Nous proposons et étudions le modèle de régression multivariée sur l'ensemble de la période (1.1) et l'analyse de sensibilité année par année (1.2).

### **1.1. Régressions multivariées sur l'ensemble de la période**

Afin d'évaluer les relations entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de valeur partenariale par la firme, nous avons estimé des régressions simples et multiples. Les régressions simples seront présentées (1.1.1) ainsi que les régressions multiples (1.1.2).

#### **1.1.1. Régressions simples**

Les modèles (1) à (7) permettent d'étudier des associations simples entre chacun des sept mécanismes de gouvernance étudiés et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

Les résultats de nos régressions sont présentés dans le tableau suivant.



Tableau 45 : Régressions simples de l'appropriation de la valeur partenariale par la firme

Modèles	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)		(7)	
Variables	VAFi		VAFi		VAFi		VAFi		VAFi		VAFi		VAFi	
	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat			Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	4,524	4,139***	4,170	3,827***	4,921	4,552***	5,407	5,078***						
AdI	,018	1,636*												
TC			,224	2,624***										
PDVS					,161	,499								
Dual							-,922	-1,677*						
CEG									-,714	-,877				
AdS											1,004	1,229		
AI													-,187	-,301
ResTE	,372	1,663*	,523	2,307**	,395	1,762*	,432	1,929**	,410	1,827**	,412	1,842**	,402	1,790*
END	,020	,736	,007	,238	,022	,794	,022	,794	,024	,850	,027	,957	,023	,825
M/B	,160	,577	,127	,465	,110	,397	,195	,696	,094	,339	,093	,338	,094	,339
bêta	1,285	1,528	,678	,769	1,426	1,688*	1,734	2,057**	1,667	1,946**	1,327	1,573	1,573	1,814*
Y2006	,579	,748	,552	,718	,599	,770	,442	,566	,597	,768	,646	,832	,618	,795
Y2008	,002	,003	-,007	-,012	,097	,153	,046	,073	,127	,202	,112	,178	,110	,174
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
N	309		309		309		309		309		309		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,023		0,037		0,015		0,024		0,017		0,019		0,015	
F value	1,525		1,844		1,340		1,535		1,380		1,436		1,328	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :**

**VAFi** : valeur partenariale appropriée par la firme; **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants ; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carrée de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général (0,1) ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance (0,1) ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil (0,1) ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés (0,1) ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise (TE) sur taille du conseil (TC) ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Nous avons classé les entreprises en huit secteurs : **S1** = Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** = Equipements électroniques & électrique ; **S3** = Agroalimentaire ; **S4** = Equipement et services santé ; **S5** = Pharmacie et biotechnologie ; **S6** = Médias ; **S7** = Services logiciels & informatiques ; **S8** = Technologie matériel équipement. Nous avons également codé les années 2006, 2008 et 2010.

Les résultats de la régression (1),  $R^2$  ajusté = 0,023, indiquent une relation positive et statistiquement significative au seuil de 10 % entre la proportion d'administrateurs indépendants au conseil (AdI) et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Ceci suggère que les firmes qui ont plus d'administrateurs indépendants s'approprient plus de valeur partenariale. Notre hypothèse (H2a) se trouve alors validée.

Le coefficient de régression de l'équation (2),  $R^2$  ajusté = 0,037, suggère une association positive et significative au seuil de 1 % entre la taille du conseil (TC) et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Le résultat de notre étude montre que les grands conseils sont des leviers d'appropriation de valeur partenariale par la firme. La taille du conseil a donc un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Notre hypothèse (H2c) est donc validée.

Le coefficient de régression de l'équation (4),  $R^2$  ajusté = 0,024, indique une association statistiquement significative et négative au seuil de 10 % entre la variable (Dual), qui représente le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général, et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. On peut déduire que la séparation des fonctions est un levier d'appropriation de valeur partenariale par la firme. Notre hypothèse (H2d) est donc validée.

Les coefficients rapportés dans le tableau pour les modèles (3) et (6) montrent une influence positive mais non significative entre le pourcentage des droits de vote détenus par les salariés, (PDVS) et l'existence d'administrateurs représentant les salariés au conseil, (AdS) et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Nos hypothèses (H2b) et (H2g) se trouvent donc non validées.

Les modèles (5) et (7), concernant les actionnaires institutionnels identifiés, (AdI) et l'existence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance, (CEG) montrent un coefficient négatif mais non significatif. Dans le cadre de notre étude, nous pouvons conclure que ces deux variables n'ont pas d'effet sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Par conséquent, nos hypothèses (H2e) et (H2f) ne sont pas validées non plus.

En résumé, les mécanismes qui ont une influence significative sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme sont les facteurs d'efficacité du conseil (taille, indépendance et séparation des fonctions). L'effet observé de ces caractéristiques est cohérent avec la théorie de l'agence étendue aux parties prenantes. Dit autrement, un conseil plus efficace dans son rôle de surveillance managériale incite, peut être, les PPE à contracter à des prix/coûts d'opportunités plus avantageux pour la firme.

### 1.1.2. Régressions multiples

Notre analyse multivariée va tester simultanément tous les mécanismes de gouvernance étudiés susceptibles d'influencer l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 46 : Résultats des régressions multiples de la valeur appropriée par la firme (VAFi)**

	Modèle groupé	
Variables	VAFi	
	Coefficient	t stat
Constante	4,230	3,548***
AdI	,010	,953
TC	,254	2,736***
PDVS	-,112	-,334
Dual	-,940	-1,691*
CEG	-1,496	-1,769*
AdS	,695	,799
AI	-,400	-,626
ResTE	,610	2,632***
END	,005	,184
M/B	,243	,864
bêta	1,073	1,180
S1 à S7	Inclus	
Y2006	,342	,441
Y2008	-,096	-,154
N	309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,044	
F value	1,714	
p-value	0.031	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

En examinant les résultats exposés ci-dessus, les variables comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG), et (Dual) qui désigne le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général, sont négatives et statistiquement significatives. La variable taille du conseil (TC) montre une association positive et statistiquement significative avec l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Ces résultats suggèrent que les conseils élargis et la séparation des fonctions constituent un levier d'appropriation de valeur partenariale par la firme. En revanche, le comité d'éthique et/ou de gouvernance agit en sens inverse. Ce comité a pour rôle de promouvoir les meilleures pratiques de gouvernance et

d'éthique. Il s'intéresse aux questions relatives aux relations entre les parties prenantes. Il a une influence sur le comportement des dirigeants afin qu'ils prennent en compte les intérêts des PPE. Alors, les firmes qui ont un comité d'éthique et/ou de gouvernance s'approprient moins de valeur partenariale.

Concernant les variables de contrôle, notons que la taille de l'entreprise a un effet positif et statistiquement significatif (au seuil de 1 %) sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Ceci suggère que les grandes firmes s'approprient plus de valeur partenariale, conformément à la théorie du pouvoir économique dans la chaîne de valeur.

En résumé, un conseil plus efficace dans son rôle de surveillance managériale incite les PPE à contracter à des prix/coûts d'opportunité plus avantageux pour la firme. Le conseil (taille et séparation des fonctions) joue un rôle dans l'appropriation de la valeur partenariale par la firme. Pour les autres mécanismes, l'absence de résultats significatifs s'interprète, dans un premier temps, par l'insensibilité des PPE face à ces mécanismes. Des analyses complémentaires au niveau des différentes PPE (§2) permettant d'affiner cette interprétation.

## **1.2. Relations entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par la firme : analyse de sensibilité année par année**

Les résultats de nos régressions au paragraphe précédent portent sur l'ensemble de l'échantillon pour les années 2006, 2008 et 2010. Afin d'évaluer l'impact de ce *pooling* sur nos résultats, nous avons effectué des régressions année par année.

### **1.2.1. Régressions simples**

Les résultats de la coupe transversale, pour nos sept modèles, ne sont pas significatifs. Aucun mécanisme n'a une influence sur l'appropriation de valeur partenariale par la firme. Par souci de clarté, ces résultats ne sont donc pas tabulés dans ce compte rendu de recherche.

### **1.2.2. Régressions multiples**

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

Seule la variable taille du conseil (TC) reste significative uniquement en 2010. Les grands conseils sont des leviers de pouvoir pour les firmes.

**Tableau 47 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par la firme**

Années	2006		2008		2010	
Variables	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	4,328	1,678*	4,112	2,131**	4,446	2,040**
AdI	,019	,896	,006	,290	,001	,043
TC	,244	1,329	,175	1,085	,285	1,665*
PDVS	-,253	-,343	,093	,172	-,082	-,139
Dual	-1,110	-1,005	-1,341	-1,355	-,849	-,851
CEG	-1,288	-,692	-1,679	-1,155	-1,756	-1,207
AdS	,483	,265	1,334	,857	,146	,100
AI	-,837	-,682	,119	,111	,557	1,312
ResTE	,740	1,708*	,520	1,189	-,450	-,374
END	-,024	-,384	,006	,125	,033	,643
M/B	,015	,033	,682	1,086	,353	,614
bêta	2,856	1,630	2,491	1,285	-1,039	-,647
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus	
N	103		103		103	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,018		0,011		0,091	
F value	1,958		1,939		3,529	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :** **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants ; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

## 2. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les différentes parties prenantes explicites

Dans le cadre de notre étude empirique, la nature du lien direct entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites (PPE) est examinée à travers les hypothèses (H3 à H7).

### 2.1. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les salariés

Pour tester la nature de cette relation entre l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés et les mécanismes de gouvernance, nous avons utilisé des régressions qui portent sur l'ensemble de l'échantillon pour les années 2006, 2008 et 2010, ainsi qu'une analyse de sensibilité année par année. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 48 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés**

Années	2006		2008		2010		Groupé	
Variables	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	11,229	10,055***	9,036	7,702***	10,981	10,135***	10,929	16,961***
AdI	,001	,152	,013	1,091	,006	,539	,006	1,012
TC	,061	,764	,090	,920	-,133	-1,467	,017	,339
PDVS	-,427	-1,336	-,092	-,280	-,257	-,850	-,206	-1,141
Dual	-1,003	-2,099**	-,402	-,668	,151	,272	-,333	-1,107
CEG	,063	,078	-,371	-,420	1,345	1,648*	,057	,125
AdS	-,470	-,593	,115	,121	,880	1,006	,041	,088
AI	,120	,225	-,467	-,718	-,743	-1,238	-,334	-,966
ResTE	-,071	-,379	-,001	-,002	-,295	-1,201	-,078	-,618
END	-,034	-1,248	-,053	-1,827*	,006	,222	-,027	-1,766*
M/B	-,0131	-,664	1,315	3,443***	,220	,624	,184	1,213
bêta	,830	1,094	,642	,545	-,175	-,161	,841	1,710*
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
Y2006							-,998	-2,356***
Y2008							-1,304	-3,849***
N	103		103		103		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,061		0,156		0,110		0,131	
F value	1,366		2,047		1,697		3,328	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :** **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants ; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Dans le modèle regroupé, aucun mécanisme n'a une influence sur l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés. L'absence de résultats significatifs s'interprète, dans un premier temps, par l'insensibilité des salariés face à ces mécanismes. Notre hypothèse (H3) n'est pas validée.

En outre, la variable de contrôle endettement (END) présente un coefficient négatif et statistiquement significatif. Ceci suggère que dans les firmes les plus endettées, les salariés s'approprient moins de valeur partenariale, suggérant ainsi des effets de substitution ou de transfert de la valeur partenariale entre les salariés et d'autres parties prenantes, possiblement les créanciers financiers. Les R<sup>2</sup> sont assez variables d'une année à l'autre, cela semble venir de l'effet endettement en 2008 (15% de R<sup>2</sup>). Autrement dit, en situation de crise la rente des

salariés serait mise à contribution, peut être pour assurer la survie d'autres rentes comme celle des créanciers financiers. Ceci mérite confirmation au des prochaines tests.

La stabilité temporelle n'est pas acquise. La séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général ainsi que la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance peuvent être des Mécanismes réducteurs de risque pour les salariés.

## 2.2. Relation entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la valeur partenariale par les clients

Nous avons procédé de la même façon que pour les salariés. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 49 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les clients**

Années	2006		2008		2010		Groupé	
Variables	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	56,445	18,053***	51,812	18,475***	51,040	19,114***	51,113	30,945***
AdI	-,019	-,729	-,017	-,616	-,020	-,816	-,020	-1,330
TC	-,819	-3,676***	-,442	-1,890**	-,325	-1,549	-6,595	-4,625***
PDVS	,491	,549	-,025	-,032	,002	,002	,188	,407
Dual	1,985	1,484	1,555	1,081	1,169	,956	1,519	1,971**
CEG	3,133	1,387	1,380	,653	2,640	1,482	2,313	1,975**
AdS	-,667	-,301	-1,009	-,446	-1,768	-,983	-,930	-,772
AI	,223	,150	-,022	-,014	1,486	1,010	,476	,538
ResTE	-1,525	-2,905***	-,929	-1,461	-,731	-1,406	-1,292	-4,020***
END	,188	2,431***	,183	2,613***	,094	1,474	,176	4,440***
M/B	,019	,035	-1,013	-1,110	-2,355	-3,349***	-,689	-1,768*
bêta	-9,360	-4,407***	-10,438	-3,706***	-8,447	-4,291***	-8,442	-6,701***
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
Y2006							2,381	2,215**
Y2008							1,492	1,717*
N	103		103		103		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,403		0,303		0,464		0,351	
F value	4,828		3,460		5,915		9,332	

### Légende :

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :** **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Dans le modèle regroupé, trois variables de gouvernance d'entreprise ont une association statistiquement significative avec l'appropriation de la valeur partenariale par les clients. Tout d'abord, la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) ressort comme un Mécanisme Levier de Pouvoir (MLP) pour les clients. Ensuite, le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général, (Dual) avec une association positive, suggère que la séparation des fonctions constitue un Mécanisme Réducteur de Risque (MRR) dans les relations avec les clients. Enfin, la variable taille du conseil (TC) a une influence négative et statistiquement significative sur l'appropriation de la valeur partenariale par les clients. La taille du conseil (TC) est donc également un MRR pour les clients.

En résumé, le conseil (taille et séparation des fonctions) joue un rôle dans l'appropriation de la valeur partenariale par les clients. Ces deux variables constituent un MRR pour les clients. Alors que la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance est un MLP, conformément à la théorie du pouvoir économique dans la chaîne de valeur.

Par ailleurs, la variable de contrôle endettement (END) présente un coefficient positif et statistiquement significatif. Ceci suggère que dans les firmes les plus endettées, les clients s'approprient plus de valeur partenariale. La variable coefficient de Marris (M/B) a un effet négatif et significatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les clients. Par conséquent, nous pouvons conclure que dans les firmes qui disposent de fortes opportunités de croissance, les clients s'approprient plus de valeur partenariale. Si l'on considère que le coefficient de Marris (M/B) est un indicateur qui mesure la création de valeur pour l'actionnaire, alors, nos résultats suggèrent des effets de substitution ou de transfert de valeur partenariale entre les clients et les actionnaires. Les coefficients négatifs du risque spécifique (betâ) confortent également cette hypothèse de transfert entre valeur partenariale clients et valeur actionnariale, dans la mesure où les actionnaires vont exiger une rémunération plus élevée sur les titres à plus forte volatilité.

Dans l'ensemble, le modèle groupé est significatif avec un  $R^2$  ajusté de 35,1 %. Nous sommes toutefois en présence de MRR et de MLP, donc notre hypothèse (H4) n'est pas validée dans sa globalité.

Contrairement aux résultats précédents portant sur l'ensemble de l'échantillon pour les années 2006, 2008 et 2010, les résultats en coupe longitudinale sont différents. La seule variable qui a une association négative et statistiquement significative en 2006 et 2008, comme pour nos résultats combinés, est la taille du conseil (TC). Cependant le niveau de significativité est moindre. Ces coefficients suggèrent une association négative et statistiquement significative entre la taille du conseil (TC) et l'appropriation de la valeur partenariale par les clients. Un



conseil élargi constitue donc un MRR pour les clients mais la stabilité temporelle n'est pas acquise.

### 2.3. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 50 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs**

Années	2006		2008		2010		Groupé	
Variables	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	22,632	9,332***	31,056	13,817***	30,539	13,627***	29,095	21,396***
AdI	-,002	-,120	-,006	-,280	,006	,291	-,000	-,003
TC	,416	2,408***	,097	,517	,145	,823	,257	2,429***
PDVS	,319	,460	-,001	-,001	,411	,681	,286	,750
Dual	,171	,165	,180	,156	-,185	-,180	-,026	-,041
CEG	-1,168	-,667	1,491	,881	-,540	-,361	-,095	-,099
AdS	,397	,231	-,776	-,428	,889	,589	-,182	-,184
AI	,698	,604	,057	,046	-,502	-,407	,098	,134
ResTE	,690	1,695*	,318	,624	,517	1,184	,654	2,472***
END	-,131	-2,189**	-,148	-2,632***	-,146	-2,734***	-,162	-4,959***
M/B	,202	,472	-1,027	-1,403	1,517	2,571***	,260	,810
bêta	6,751	4,097***	7,269	3,220***	8,200	4,963	6,746	6,503***
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
Y2006							-1,380	-1,559
Y2008							,086	,120
N	103		103		103		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,380		0,259		0,522		0,334	
F value	4,475		2,979		7,189		8,728	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :** **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Dans le modèle regroupé, seule la variable taille du conseil (TC) a une association positive et statistiquement significative avec l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs. Ceci suggère qu'un conseil élargi constitue un levier de pouvoir (MLP) pour les fournisseurs.

En outre, la variable de contrôle endettement (END) présente un coefficient négatif et statistiquement significatif. Ceci suggère que dans les firmes les plus endettées, les fournisseurs s'approprient moins de valeur partenariale.

Dans l'ensemble, le modèle groupé est significatif avec un  $R^2$  ajusté de 33,4 %. Il y a un seul mécanisme (TC) levier de pouvoir pour les fournisseurs, donc notre hypothèse (H5) n'est pas validée.

Les résultats en coupe instantanée, année par année, sont différents de nos résultats combinés. Il y a une association positive et statistiquement significative entre la taille du conseil (TC) et l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs uniquement en 2006. La stabilité temporelle n'est pas acquise. Il semble que le modèle soit moins spécifié en période de crise (2008), le  $R^2$  est plus faible (25%). En situation conjoncturelle difficile (crise), la rente des fournisseurs serait mise à contribution, peut être pour assurer la survie d'autres rentes comme celle des créanciers par exemple. Cela mérite néanmoins confirmation au vu du test du modèle d'appropriation appliqué aux créanciers financiers.

#### 2.4. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 51 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers**

Années	2006		2008		2010		Groupé	
Variables	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	2,674	7,600***	1,809	6,208***	1,788	5,471***	2,095	11,597***
AdI	,001	,261	,001	,368	,004	1,379	,002	1,096
TC	,016	,654	,031	1,259	,006	,251	,014	,965
PDVS	-,124	-1,234	-,100	-1,222	-,055	-,626	-,089	-1,751*
Dual	,074	,493	-,145	-,971	-,235	-1,572	-,111	-1,323
CEG	-,464	-1,824*	-,339	-1,547	-,242	-1,111	-,316	-2,466***
AdS	,091	,365	,263	1,120	,008	,036	,118	,897
AI	-,335	-1,998**	,207	1,283	-,039	-,216	-,042	-,431
ResTE	-,029	-,496	,118	1,779*	-,048	-,752	,014	,386
END	,014	1,607*	,025	3,481***	,025	3,227***	,022	5,056***
M/B	-,056	-,896	,088	,928	,032	,371	,013	,316
bêta	-,202	-,843	-,097	-,331	,306	1,271	,065	,471
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
Y2006							-,130	-1,105
Y2008							-,078	-,819
N	103		103		103		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,040		0,220		0,053		0,095	
F value	1,976		2,601		1,316		2,616	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :** **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Dans le modèle regroupé, on remarque deux variables qui ont une association négative et statistiquement significative avec l'appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers. Tout d'abord, la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) montre que ce mécanisme apparaît comme un MRR pour les créanciers financiers. Il en est de même pour le pourcentage des droits de vote accordés aux salariés (PDVS), ce que laisse penser à un effet de substitution ou de transfert de la valeur partenariale entre les salariés et les créanciers financiers.

En outre, la variable de contrôle endettement (END) présente un coefficient positif et statistiquement significatif. Ceci suggère que dans les firmes les plus endettées, les créanciers financiers s'approprient plus de valeur partenariale, ce qui est cohérent avec l'étendue de leur engagement économique dans ces entités.

Dans l'ensemble, le modèle groupé est significatif avec un  $R^2$  ajusté de 9,5 %. On relève deux mécanismes réducteurs de risque (CEG et PDVS) vis-à-vis des créanciers, notre hypothèse (H6) n'est donc que partiellement validée.

Les résultats de sensibilité année par année sont instables. Les actionnaires institutionnels identifiés (AI) semblent exercer une influence uniquement en 2006. La présence des actionnaires institutionnels identifiés implique donc moins de valeur partenariale pour les créanciers financiers, hors période de crise.

Les  $R^2$  sont instables, surtout l'année 2008 (22% de  $R^2$ ). Cela semble venir de l'effet endettement, en période de crise.

## 2.5. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires

Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

**Tableau 52 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires**

Années	2006		2008		2010		Groupé	
Variables	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
Constante	2,670	6,408***	2,373	7,455***	2,586	6,568***	2,700	12,734***
AdI	-,001	-,305	,003	1,085	,003	,804	,002	,880
TC	,085	2,852***	,021	,806	,001	,039	,039	2,380***
PDVS	,011	,092	-,071	-,796	-,070	-,662	-,062	-1,034
Dual	-,069	-,386	,226	1,386	-,296	-1,641*	-,051	-,521
CEG	-,312	-1,036	-,304	-1,270	-,526	-2,002**	-,391	-2,600***
AdS	,170	,575	,041	,160	,362	1,365	,241	1,560
AI	,199	1,000	-,065	-,367	,320	1,476	,153	1,348
ResTE	,137	1,957**	-,053	-,735	,055	,714	,073	1,778*
END	-,012	-1,210	-,0108	-2,120**	-,011	-2,186**	-,014	-2,669***
M/B	-,040	-,541	-,018	-,176	,181	1,748*	-,001	-,016
bêta	-,563	-1,990**	,359	1,123	,222	,764	-,021	-,127
S1 à S7	Inclus		Inclus		Inclus		Inclus	
Y2006							-,241	-1,747*
Y2008							-,056	-,500
N	103		103		103		309	
R <sup>2</sup> Ajusté	0,084		0,138		0,080		0,087	
F value	1,519		1,905		1,496		2,467	

**Légende :**

\*, \*\*, \*\*\* : les coefficients sont significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 %, respectivement (test bilatéral).

**Rappel définitions des variables :** **AdI** : pourcentage d'administrateurs indépendants; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants les salariés au conseil ; **AI** : présence d'administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

Dans le modèle regroupé, deux variables qui se rapportent à la gouvernance d'entreprise ont des associations statistiquement significatives avec l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires. Tout d'abord, on remarque que la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) présente une association négative. La variable (CEG) apparaît alors comme un mécanisme réducteur de risque (MRR) pour les actionnaires. Ensuite, la taille du conseil (TC) présente une association positive ; la variable (TC) ressort donc comme un levier de pouvoir (MLP) pour les actionnaires.

En outre, la variable de contrôle endettement (END) présente un coefficient négatif et statistiquement significatif. Ceci suggère que dans les firmes les moins endettées, les actionnaires s'approprient plus de valeur partenariale. Y a-t-il une substitution ou un transfert de la valeur partenariale entre les actionnaires et les créanciers financiers ?

Dans l'ensemble, le modèle groupé est significatif avec un  $R^2$  ajusté de 8,7 %. On observe des MLP et des MRR, donc notre hypothèse (H7) n'est pas validée dans sa globalité.

Les résultats en coupe transversale, année par année, sont différents de nos résultats combinés. La stabilité temporelle n'est pas acquise. A noter qu'en 2010, la variable (Dual), qui désigne le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général, a une association négative et significative avec l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires. La séparation de ces fonctions présente un levier de pouvoir (MLP) pour les actionnaires. En revanche, la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) ressort comme un MRR pour les actionnaires, mais ces résultats ne sont pas stables dans le temps.

Les  $R^2$  sont assez stables, sauf pour l'année 2008 (13,8 % de  $R^2$ ). Cela semble résulter de l'effet endettement. En situation de crise la rente des actionnaires serait mise à contribution, peut être pour assurer la survie d'autres rentes comme celle des créanciers, par exemple.

### **Conclusion de la section 3**

L'objectif de cette section était d'examiner la nature de la relation entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la valeur partenariale, et d'identifier les Mécanismes Réducteurs de Risque (MRR) ou les Leviers de Pouvoir (MLP) en la matière.

Dans notre cadre d'analyse, une gouvernance "efficace" diminue le risque d'expropriation et renforce la confiance. La partie prenante est alors prête à consentir une rémunération immédiate moindre, au profit d'une collaboration plus fructueuse dans la durée. Si c'est bien le cas, alors le mécanisme en question est qualifié de MRR ; il incite la PEE à contracter à un prix d'opportunité plus faible, d'où un coût plus avantageux pour la firme en termes d'accès aux ressources (ou un prix de vente plus élevé dans la relation avec les clients). En somme, la firme va s'approprier davantage de valeur partenariale, au détriment de la PEE. En revanche, si le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'agit d'un MLP. La partie prenante s'approprie alors plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

Deux mécanismes de gouvernance semblent jouer un rôle à ce niveau : la taille du conseil d'administrateurs (TC), et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). La taille du conseil est associée à une plus grande appropriation de rente organisationnelle par les fournisseurs et les actionnaires, et à une moindre appropriation par les clients et par la firme elle-même. La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) incite à une meilleure prise en compte des intérêts de certaines parties prenantes non financière, comme les clients et les salariés, au détriment des bailleurs de fonds traditionnels apporteurs de capitaux financiers. Le CEG permettrait donc une meilleure prise en compte des parties prenantes non financières, ainsi que des intérêts de la firme elle-même.

Une synthèse de l'ensemble de nos résultats ainsi qu'une re-conceptualisation feront l'objet de la section suivante.

## SECTION 4 : SYNTHÈSE DES RÉSULTATS ET RECONCEPTUALISATION

Cette section présente une synthèse de l'ensemble des résultats obtenus à partir des tests statistiques développés dans les sections 2 et 3, puis propose une re-conceptualisation de ces résultats au regard de notre cadre d'analyse. Nous exposons une mise en perspective de nos résultats dans la littérature et un retour sur la théorie des effets des mécanismes de gouvernance (§1) sur la création de la valeur partenariale et (§2) sur son appropriation.

### 1. Synthèse et re-conceptualisation de nos résultats : gouvernance et création de VP

La synthèse de nos résultats en matière de création de valeur partenariale peut être présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 53 : Synthèse des résultats sur la création de valeur partenariale**

Régressions	Coupe transversale 2006		Coupe transversale 2008		Coupe transversale 2010		Groupées 2006, 2008 et 2010	
Modèles	M1	M2	M1	M2	M1	M2	M1	M2
AdI	n.s	Sig+	n.s	n.s	n.s	Sig+	Sig+	Sig+
TC	Sig+		Sig+		Sig+		Sig+	
PDVS	Sig+	Sig+	Sig+	n.s	Sig+	Sig+	Sig+	Sig+
Dual	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s
CEG	n.s	Sig+	n.s	Sig+	n.s	Sig+	Sig+	Sig+
AdS	n.s	Sig+	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	Sig+
AI	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s
ResTE	Sig+	Sig+	Sig+	Sig+	Sig+	Sig+	Sig+	Sig+
END	Sig-	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	Sig-	Sig+
M/B	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s	n.s
bêta	n.s	n.s	n.s	Sig+	n.s	n.s	n.s	Sig+

**Rappel des variables :**

**AdI** = pourcentage des administrateurs indépendants dans le conseil ; **TC** = nombre d'administrateurs dans le conseil ; **PDVS** = pourcentage des droits de vote des salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général (0,1) ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance (0,1) ; **AdS** : Présence d'administrateurs représentants des salariés (0,1) ; **AI** : Présence d'administrateurs institutionnels identifiés (0,1).

**ResTE** : résidus de la régression de la taille de l'entreprise sur la taille du conseil ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.

M1 : modèle complet ; M2 : modèle complet, après avoir enlevé la variable taille du conseil (TC).

" n.s " : non significatif ; " Sig+ " : positivement significatif ; " Sig- " : négativement significatif, aux seuils statistiques conventionnels.

Quatre mécanismes ressortent globalement positivement associés à la valeur partenariale créée : indépendance et taille du conseil ; pouvoir actionnarial des salariés et présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Nous rapprochons ces résultats des travaux sur la création de valeur actionnariale. Nous commençons par les facteurs d'efficacité du conseil (indépendance et taille).

Le premier mécanisme, indépendance du conseil, mesure le pourcentage des administrateurs indépendants. Ainsi, le rapport Bouton (2002, p.9) définit comme indépendant « *un administrateur [...] qui n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* ». Si l'on adopte la dichotomie administrateurs internes/externes, les premiers se caractérisent par une indépendance de jugement moindre dans la mesure où ils endossent un double statut d'administrateur et de salarié, ou de relation d'affaires avec l'entreprise. C'est pourquoi les investisseurs institutionnels, tels CalPERS (California Public Employees Retirement System) appellent à la nomination d'administrateurs externes. De même, les rapports Viénot 1 (1995), Viénot 2 (1999) et Bouton (2002) sur la pratique d'une "bonne" gouvernance d'entreprise encouragent la nomination d'administrateurs indépendants externes. Les administrateurs indépendants externes sont considérés comme des arbitres qui évaluent la performance des gestionnaires, déterminent leurs rémunérations et les remplacent au besoin (Buchholtz et al. 1998 ; Barkema et Gomez-Mejia, 1998 ; Conyon et Peck, 1998 ; Core et al. 1999). Les administrateurs indépendants sont incités à engager une surveillance du dirigeant pour éviter des poursuites judiciaires de la part des actionnaires (Fama et Jensen, 1983) et protéger leur capital humain (Fama, 1980). Les administrateurs internes ont généralement une compréhension plus grande des opérations de l'entreprise. Ils peuvent donc augmenter l'efficacité du conseil d'administration et la précision de ses décisions (Yermak, 1996 ; Lang, 1999). Les administrateurs indépendants peuvent plus facilement assurer la fonction de surveillance et réduire la possibilité de connivence de cadres dirigeants. De ce fait, ils empêchent l'abus et améliorent la performance (Chiang et Chia, 2005). Andres et al. (2005) soulignent qu'une proportion élevée d'administrateurs externes indépendants au sein du conseil doit aboutir à une meilleure performance de la firme du fait que ces administrateurs permettent de réduire les conflits d'intérêt et de garantir une gestion plus efficace. Cependant, l'impact des administrateurs indépendants sur la performance financière est controversé. Fama et Jensen (1983b) ou encore Miwa et Ramseyer (2002, p.4) expriment clairement la problématique autour de la présence d'administrateurs externes au conseil d'administration : « What outsiders potentially contribute in independence from managers,



they sacrifice in camaraderie and knowledge about the firm. Although in some firms the former may outweigh the latter, in others it will not. ». Par ailleurs, pour Hart (1995), les administrateurs externes sont des personnes disposant de peu de temps à consacrer à la collecte d'informations sur la firme, se satisfaisant de celle apportée par le dirigeant. De plus, ils peuvent vouloir rester dans les bonnes grâces des dirigeants afin d'être réélus et de continuer à percevoir leur rémunération. La principale qualité des administrateurs externes est illusoire pour Mace (1971), qui considère que la procédure de recrutement des administrateurs étant à l'initiative de l'équipe dirigeante, le jugement des administrateurs externes est biaisé de facto (leur indépendance peut s'interpréter comme un faible investissement dans leur rôle de contrôleur (Jensen, 1993)). Conyon et Peck (1998) pensent que l'indépendance des administrateurs peut être compromise s'ils sont nommés par le CEO ou s'ils étaient autrefois liés à l'entreprise. Agrawal et Knoeber (1996), Yermack (1996) et Klein (1998) notent une relation négative entre la présence d'administrateurs indépendants au conseil et la performance financière. Les méta-analyses de Dalton et al. (1998), Bhagat et Black (1999) et Hermalin et Weisbach (2003), concluent qu'il existe peu de preuves, du moins aux États-Unis, quant à une relation entre la performance financière et la composition du conseil. Pour André et Schiell (2004), la performance financière est positivement corrélée avec la proportion d'administrateurs indépendants au Canada.

D'après cette revue de littérature, l'impact des administrateurs indépendants sur la performance financière est controversé. Cependant, notre étude a montré un effet positif des administrateurs indépendants sur la performance organisationnelle à travers la création de valeur partenariale. Ce constat est conforme à l'hypothèse qu'une discipline managériale accrue, par le biais d'un conseil plus indépendant, peut contribuer au processus de création de valeur "économique", sans que cette création de valeur ne soit nécessairement captée par les actionnaires de la firme.

Pour le deuxième mécanisme, taille du conseil, le droit des sociétés prévoit que le conseil d'administration soit composé de 3 à 18 membres. Les rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002) n'ont fourni aucune précision sur ce point. Pearce et Zahra (1992) plaident quant à eux pour un conseil élargi. Pour eux, le conseil d'administration est un moyen de se procurer les expériences et les connaissances nécessaires à la bonne gestion de la diversification. Les entreprises qui poursuivent une stratégie de diversification devraient avoir de plus grands conseils. De même, Halebian et Finkelstein (1993) perçoivent l'avantage des conseils d'administration élargis. Les théories cognitives suggèrent comme critère de survie des firmes celles qui ont la capacité de mobiliser des ressources stratégiques, ce que l'on peut

aisément transposer aux conseils d'administration de grande taille, intégrant les représentants de ces ressources notamment vitales pour la firme. L'étude de Dalton, Daily, Johnson et Ellstrand (1999) est également en faveur de conseils élargis. Les résultats de notre étude sont conformes à cette littérature. Les conseils élargis sont donc des leviers de création de valeur financière, mais aussi organisationnelle. Il s'agit d'un résultat, observé à la fois sur l'échantillon global et pour chacune des années, et après contrôle de la taille de la firme.

Pour notre troisième mécanisme, le pouvoir actionnarial des salariés, la légitimité des salariés et des actionnaires salariés dans le gouvernement d'entreprise soulève plusieurs débats. L'ensemble des théories économiques est défavorable, au nom de l'efficacité, à la présence de salariés au sein du système de gouvernement d'entreprise (Brillet et d'Arcimoles, 2002, P.115), notamment pour des raisons d'augmentation des coûts de contrôle. Blair (1997) propose de rémunérer le risque, pour le salarié, grâce à l'actionnariat salarié. Poulain-Rehm (2006) note que le rôle de l'actionnariat salarié dans la gouvernance est susceptible de s'exercer à un double niveau : de manière formelle, par la participation des salariés actionnaires au conseil d'administration ou de surveillance ; de manière informelle, aussi, par l'instauration d'un régime de confiance. Aoki (1984) et Williamson (1985) notent que la représentation des salariés leur permet de partager des informations importantes, en particulier dans le domaine de l'organisation du travail et de la négociation collective. Vingt trois études<sup>49</sup> montrent qu'il y a un lien positif entre l'actionnariat salarié et la performance financière. En se basant sur la théorie de l'agence, Desbrières (2002) estime que l'actionnariat salarié permettrait de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des salariés sur ceux des actionnaires. D'après nos résultats, le pouvoir actionnarial des salariés est un levier de création de valeur actionariale, et également partenariale. Dit autrement, les firmes dans lesquelles les salariés sont plus impliqués en tant que créanciers résiduels, sont également plus présentes dans la chaîne de valeur. On retrouve ici un phénomène de complémentarité, selon lequel le pouvoir actionnarial des salariés contribuerait à un "cercle vertueux" entre performance actionariale et partenariale.

Enfin, le quatrième mécanisme concerne la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Ainsi, Klein (1995) considère que la création des comités spécialisés au sein du conseil pourrait améliorer son efficacité. Le comité d'éthique et/ou de gouvernance a pour rôle de promouvoir les meilleures pratiques de gouvernance et d'éthique. Il s'intéresse principalement aux règles et aux pratiques de gouvernance, aux questions relatives à la

---

<sup>49</sup> Sur les 39 études recensées dans notre partie théorique p.108.

déontologie, à l'éthique, à la composition du conseil, et de ses comités, et aux relations entre les parties prenantes. C'est un mécanisme de gouvernance organisationnelle. Dans notre étude, le fait marquant est l'émergence du comité d'éthique et/ou de gouvernance avec une augmentation de 50 % entre 2006 et 2010.

A notre connaissance, il n'existe aucune étude de l'impact de ce comité sur la performance organisationnelle. Pourtant, d'après nos résultats, ce comité est un levier de création de valeur partenariale. Son rôle tend toutefois à s'estomper, dans les régressions annuelles, lorsque l'on considère la taille du conseil dans le modèle.

Sur les sept mécanismes ayant fait l'objet de notre étude empirique, les quatre présentés ci-dessus contribuent à la création de la valeur partenariale. Les trois autres mécanismes, présence d'administrateurs représentants des salariés (AdS), présence d'administrateurs institutionnels identifiés (AI) et le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général (Dual), sont non significatifs. En revanche, cette "absence de résultat" suscite un débat au regard de la littérature sur la performance financière.

D'abord, la présence d'administrateurs représentants des salariés (AdS) présente, pour Jensen et Meckling (1979), une source d'inefficacité au même titre que les firmes autogérées, dans la mesure où l'horizon économique des salariés diffère de celui des investisseurs. Pour Desbrières (2002), lorsque les salariés siègent au conseil, il n'est pas certain que l'information qu'ils vont obtenir soit appréciée de manière adéquate ou ne soit détournée pour satisfaire leurs propres intérêts. Dans ce cadre, l'auteur se réfère à Aoki (1984) et note que « *bien que soumis à des règles déontologiques et à une obligation de confidentialité, les administrateurs salariés peuvent très bien diffuser les informations relatives à la situation économique et financière de la firme afin d'alimenter les réflexions et négociations des syndicats en matière d'emploi, de rémunération, d'organisation du travail...* ».

L'étude empirique de Guedri et Hollandts (2008b), sur un échantillon de 152 entreprises, a montré l'effet néfaste de la représentation des actionnaires salariés au conseil d'administration sur la performance financière, et ce quelle que soit l'origine de l'administrateur, actionnaire salarié, syndicaliste ou représentant exclusif de l'association d'actionnaires salariés. D'après nos résultats, la participation des salariés au conseil n'a pas d'effet sur la performance organisationnelle.

Ensuite, les actionnaires institutionnels identifiés possèdent des moyens et des ressources privilégiés qui en font des acteurs actifs dans le contrôle de la gestion des entreprises (Agrawal et Mandelker, 1992). Sur le plan théorique, l'influence des actionnaires

institutionnels, sur la gouvernance des entreprises et leur performance, est ambiguë (Macintosh et Schwartz, 1995). La question est alors de savoir si la présence d'actionnaires institutionnels (AI) améliore la gouvernance de façon à atténuer le risque d'expropriation, en limitant par exemple les comportements déviants des dirigeants.

Ainsi, plusieurs études ont montré une relation positive entre actionnariat institutionnel et création de valeur actionnariale aux Etats-Unis, notamment Gompers, Ishii et Metrick (2003), Brown et Caylor (2004) et Bebchuk et al. (2004). Drobetz, Schillhofer et Zimmermann (2004), Beiner, Drobetz, Schnid et Zimmermann (2004) et Klapper et Love (2004) arrivent à la même conclusion respectivement en Allemagne, en Suède et dans des pays dont les marchés financiers sont émergents.

Cependant, l'étude de Faccio et Lasfer (2000) a montré que les investisseurs institutionnels, et en particulier les fonds de pension, n'ont aucun impact sur la performance boursière mesurée par le Q de Tobin. En France, les études de Demargny (1994), Djelassi (1996), Mtanios et Paquerot (1999) et Elyasiani et al. (2010), ont abordé la relation entre l'actionnariat des institutionnels et la performance financière. Ces auteurs ont conclu que cet actionnariat a un effet positif sur la performance de l'entreprise. La propriété institutionnelle permettrait d'atténuer les coûts d'agence associés à l'enracinement des dirigeants (Varma, 2001) et contribuerait à accroître la qualité des informations financières divulguées par les entreprises (Chung, Firth et Kim, 2002).

Contrairement à la performance financière, la propriété institutionnelle n'a pas donc d'effet sur la création de valeur partenariale, au vu de nos résultats. La présence d'actionnaires institutionnels ne procure par conséquent pas les mêmes synergies que celle procurée par l'actionnariat salarié dans la relation entre performances financière et partenariale.

Enfin, la question de la dissociation des fonctions entre le président du conseil et le directeur général est une des questions clés de la réflexion sur les principes de "bonne" gouvernance d'entreprise, car elle touche l'articulation entre le contrôle de la gestion et la gestion elle-même. En effet, dans la mesure où une fonction clé du conseil d'administration est de nommer, de rémunérer et de révoquer le dirigeant, la présence de ce dernier à la présidence du conseil est de nature à accorder un rôle influent au dirigeant (Mizruchi, 1983), à entraver le bon fonctionnement du conseil et à remettre en cause son indépendance (Jensen, 1993 ; Fama et Jensen, 1983).

Fama et Jensen (1983b) montrent que les coûts d'agence des grandes entreprises peuvent être réduits par des mécanismes institutionnels qui séparent les décisions de gestion et de contrôle. Selon ces deux auteurs les fonctions de président du conseil et de dirigeant doivent être

séparées. Plusieurs études empiriques (Rechner et Dalton, 1991 ; Pi et Timme, 1993 ; Core et al, 1999) ont démontré que le cumul des fonctions a un effet négatif sur la performance financière. Si le président du conseil d'administration est le directeur général, la fonction de surveillance est diminuée à cause de ce manque d'indépendance (Patton et Baker, 1987). Ainsi, cette forte concentration du pouvoir aide à l'instauration d'un climat favorable au développement d'un comportement opportuniste du dirigeant et aura des conséquences néfastes sur la richesse des actionnaires. Le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général est considéré comme étant source de conflits d'intérêts du point de vue de la théorie de l'agence. Cependant, Anderson et Antony (1986) soutiennent que la performance peut être améliorée en cas de cumul des fonctions. Brickley et al. (1997) soulignent que la séparation de ces fonctions peut également engendrer de nouveaux coûts liés au contrôle du comportement du nouveau président du conseil, et des coûts d'information. Ils concluent donc que le cumul des deux fonctions est bénéfique, et est généralement conforme aux intérêts des actionnaires pour les grandes entreprises américaines.

Pour Godard et Schatt (2005, p.18) « *il n'est pas évident que le cumul des fonctions s'avère satisfaisant pour les investisseurs en raison des nouveaux coûts d'agence entraînés par une séparation des deux fonctions* ». Godard et Schatt (2000) avaient à ce titre confirmé que les résultats des études empiriques portant sur l'impact du cumul des fonctions sur la performance financière des entreprises ne permettaient pas de confirmer la supériorité d'une structure sur l'autre. (Cité par Godard et Schatt, 2005, p.18).

En résumé, sur le plan théorique, le cumul des fonctions renforce la position du dirigeant et crée des coûts d'agence supplémentaires. (Godard et Schatt (2005, p.20) « *La dissociation des fonctions est vivement conseillée par de nombreux experts du gouvernement d'entreprise pour veiller efficacement aux intérêts des actionnaires minoritaires* »; les codes de "bonne" gouvernance recommandent ainsi le non cumul. Dans notre étude ce mécanisme n'a pas d'effet sur la performance organisationnelle, ce qui semble cohérent avec les études portant sur la performance financière dans leur ensemble.

En résumé, un retour sur la théorie nous permet de souligner l'utilité de certains mécanismes de gouvernance organisationnelle (un conseil indépendant et large, un comité d'éthique et/ou de gouvernance) dans la création de la valeur partenariale. Cela est conforme aux "bénéfices " de la gouvernance organisationnelle au-delà du périmètre de la firme et de ses actionnaires.

Nos résultats semblent en effet accréditer les effets bénéfiques des grands conseils en matière de création de valeur, et plus marginalement de l'indépendance du conseil. On peut en

conclure que les conseils indépendants et élargis sont des leviers de création de valeur à la fois actionnariale et partenariale.

L'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires (PDVS) participe également à cette création de valeur partenariale. Des externalités positives sont dégagées par l'implication des salariés (capital humain) sur la performance de la firme. Autrement dit, une réduction des coûts d'agences entre actionnaires et salariés par des mécanismes incitatifs bénéficie à la chaîne de valeur dans son ensemble. Pour Aoki (1984), l'adoption de formules d'actionnariat des salariés permet de disposer d'une solution peu coûteuse pour lier les intérêts des parties prenantes. En effet, dans une logique partenariale, l'actionnariat salarié est plus à même d'être profitable à la gouvernance de l'entreprise. Disposant de la double qualité d'actionnaire et de partie prenante, les salariés permettent de croiser plusieurs catégories d'intérêts et de sources d'information, et de faire le lien entre deux horizons temporels différents : court terme pour l'actionnaire et long terme pour le salarié. Il représente donc un facteur de cohésion supplémentaire au sein de la firme et un mécanisme d'incitation à la motivation et à la performance.

La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance constitue un mécanisme de gouvernance organisationnelle. C'est un phénomène nouveau, arrivé plus tardivement dans les débats. Dans notre étude, le fait marquant est son émergence avec une augmentation de 50 % entre 2006 et 2010. En agissant sur les facteurs d'efficacité du conseil et sur les relations entre les parties prenantes, ce mécanisme (CEG) devient un levier de création de valeur partenariale.

La stabilité temporelle de ces résultats, au vu des régressions en coupe transversale, est acquise dans l'ensemble, excepté pour l'indépendance du conseil.

La synthèse de nos hypothèses peut être présentée dans le tableau suivant.

**Tableau 54 : Synthèse des résultats de nos hypothèses sur la Création de la valeur partenariale**

Hypothèses	Sens prédits	Libellés hypothèses	Résultats
<b>H1</b>	+	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur la création de valeur partenariale, <i>ceteris paribus</i> .	<b>Validée</b>
<b>H1a</b>	+	L'indépendance du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale (AdI)	<b>Validée</b>
<b>H1b</b>	+	La participation des salariés au conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale (AdS)	<b>Validée</b>
<b>H1c</b>	+	La taille du conseil a un effet positif sur la création de valeur partenariale (TC)	<b>Validée</b>
<b>H1d</b>	+	La dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général a un effet positif sur la création de valeur partenariale (Dual)	Rejetée
<b>H1e</b>	+	La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance a un effet positif sur la création de valeur partenariale (CEG)	<b>Validée</b>
<b>H1f</b>	+	L'actionnariat institutionnel a un effet positif sur la création de valeur partenariale (AI)	Rejetée
<b>H1g</b>	+	L'actionnariat salarié a un effet positif sur la création de valeur partenariale (PDVS)	<b>Validée</b>

## 2. Synthèse et reconceptualisation de nos résultats : gouvernance et appropriation de la valeur partenariale

Nous avons vu que la multiplication des scandales financiers a accentué la contestation de la vision actionnariale, et orienté les débats d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat (Hirigoyen, 1997). Ce passage conduit à s'interroger sur le partage de la rente organisationnelle. La valeur partenariale va, en d'autres termes, soulever la question de son appropriation par les différentes parties prenantes. L'appropriation de la valeur est un champ peu exploré ; d'après Brandenburger et Stuart (1996) l'objectif pour les dirigeants est désormais défini en termes d'appropriation maximale de valeur par la firme. La mise en perspective de nos résultats dans la littérature montre que seule l'efficacité du conseil (taille et séparation des fonctions) a un impact positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme.

Sur le plan théorique, nous avons déterminé les Mécanismes Réducteurs de Risque (MRR) et les Mécanismes Leviers de Pouvoir (MLP) pour la firme et pour chaque partie prenante explicite. D'après notre cadre d'analyse, la discipline managériale associée aux mécanismes de gouvernance devrait entraîner une réduction et/ou un meilleur contrôle du risque supporté par la PPE dans sa relation contractuelle avec la firme. Si c'est bien le cas, alors le mécanisme en question est qualifié de MRR ; il incite la PEE à contracter à un prix d'opportunité plus faible, d'où un coût plus avantageux pour la firme en termes d'accès aux ressources (ou un prix de vente plus élevé dans la relation avec les clients). En somme, la firme va s'approprier

davantage de valeur partenariale, au détriment de la PEE. En revanche, si le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'agit d'un MLP. La partie prenante s'approprie alors plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

Nos résultats ont montré qu'un conseil élargi constitue un MRR pour les clients, et un MLP pour la firme, les fournisseurs et les actionnaires. La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance est un MRR pour la firme, les actionnaires et les créanciers financiers et un MLP pour les clients. L'actionnariat salarié, est un MRR pour les créanciers financiers. Nous avons ainsi mis en évidence de possibles effets de substitution/transfert de la valeur partenariale entre les parties prenantes explicites et la firme.

Deux mécanismes de gouvernance semblent jouer un rôle à ce niveau : la taille du conseil d'administrateurs (TC), et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). La taille du conseil est associée à une plus grande appropriation de rente organisationnelle par les fournisseurs et les actionnaires, et à une moindre appropriation par les clients et par la firme elle-même. La présence d'un CEG joue dans des directions souvent opposées à celle de TC. Elle conduit les clients, les salariés et la firme à s'approprier davantage de rente organisationnelle ; alors que les apporteurs de capitaux financiers (créanciers et actionnaires) se montrent "moins gourmands" en présence d'un tel comité. Il semblerait donc que le CEG incite à une meilleure prise en compte des intérêts de certaines parties prenantes non financière, comme les clients et les salariés, au détriment des bailleurs de fonds traditionnels apporteurs de capitaux financiers. Le CEG permettrait donc une meilleure prise en compte des parties prenantes non financières, ainsi que des intérêts de la firme elle-même.

Les résultats d'appropriation de la valeur partenariale sont résumés par le tableau suivant.

**Tableau 55 : Appropriation de la VP par les parties prenantes et mécanismes de gouvernance**

Mécanismes VP appropriée par	AdI	TC	Dualité	PDVS	CEG	AdS	AI
Clients		MRR	MRR		MLP		
Fournisseurs		MLP					
Salariés					MLP		
Actionnaires		MLP			MRR		
Créanciers financiers				MRR	MRR		
Firme		MRR	MRR		MLP		

**Avec :**

**AdI** : indépendance du conseil ; **TC** : taille du conseil ; **Dualité** : désigne la non séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général (le cumul). C'est un élément de faiblesse du système de gouvernance disciplinaire ; **PDVS** : droits de vote accordés aux salariés ; **AdS** : présence d'administrateurs représentants des salariés au conseil ; **AI** : présence d'actionnaires institutionnels identifiés.  
**MRR** : Mécanismes Réducteurs de Risque ; **MLP** : Mécanismes Leviers de Pouvoir.



La synthèse de nos hypothèses en matière d'appropriation de valeur partenariale par la firme et par les autres parties prenantes peut être présentée dans les tableaux suivants.

**Tableau 56 : Synthèse des résultats de nos hypothèses sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme**

Hypothèses	Sens prédits	Libellés hypothèses	Résultats
<b>H2</b>	+	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale par firme (VAFi)	Rejetée
<b>H2a</b>	+	L'indépendance du conseil a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (AdI)	<b>Validée</b>
<b>H2b</b>	+	La participation des salariés au conseil a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (AdS)	Rejetée
<b>H2c</b>	+	La taille du conseil a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (TC)	<b>Validée</b>
<b>H2d</b>	+	La dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (Dual)	<b>Validée</b>
<b>H2e</b>	+	La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (CEG)	Rejetée
<b>H2f</b>	+	L'actionnariat institutionnel a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (AI)	Rejetée
<b>H2g</b>	+	L'actionnariat salarié a un effet positif sur l'appropriation de la valeur partenariale (PDVS)	Rejetée

**Tableau 57 : Synthèse des résultats de nos hypothèses sur l'appropriation de la valeur partenariale par les différentes parties prenantes**

Hypothèses	Sens prédits	Libellés hypothèses	Résultats
<b>H3</b>	-	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés (VAS)	Rejetée
<b>H4</b>	-	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les clients (VAC)	<b>Partiellement validée</b>
<b>H5</b>	-	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs (VAF)	Rejetée
<b>H6</b>	-	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers (VACF)	<b>Validée</b>
<b>H7</b>	-	L'efficacité des mécanismes de gouvernance a un effet négatif sur l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires (VAA)	<b>Partiellement validée</b>

Toute fois, dans l'ensemble, les parties prenantes restent peu sensibles à l'efficacité des autres mécanismes de gouvernance disciplinaires dans l'arbitrage de leurs négociations contractuelles avec la firme. Les résultats non significatifs pour ces autres mécanismes peuvent s'expliquer par le fait que ces mécanismes sont avant tout des leviers de gouvernance actionnariale (indépendance du conseil, structure d'actionnariat), et que de ce fait les autres

parties prenantes n'y sont pas sensibles. On notera toutefois que ces mécanismes ne sont pas non plus associés à la rente organisationnelle qui s'approprient les actionnaires.

Notre étude a montré un décalage entre les théories qui remettent en cause le mode de gouvernance actionnariale et la réalité. Les textes qui mettent l'accent sur l'amélioration de la gouvernance et la prise en compte de la RSE cherchent à préserver les deux modes de gouvernance (actionnarial et partenarial) qui tentent aujourd'hui de cohabiter. Mais le mode partenarial n'arrive pas à imposer/ou difficilement, ses propres leviers de gouvernance. Néanmoins, notre étude a contribué à mieux comprendre le problème et l'importance de certains mécanismes de gouvernance organisationnelle pour mieux appréhender le sujet de la création de valeur partenariale. Nos résultats concernant la mise en place d'un CEG s'avèrent encourageant pour développer une véritable gouvernance partenariale au sein des firmes cotées.

### **Conclusion de la section 4**

En matière de création de valeur partenariale, quatre mécanismes ressortent globalement positivement associés à la valeur partenariale créée : taille et indépendance du conseil ; pouvoir actionnarial des salariés, et présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Ces résultats permettent de souligner l'importance de certains mécanismes de gouvernance organisationnelle qui participent à la création de valeur partenariale, ce qui est conforme aux "bénéfices" de la gouvernance organisationnelle au-delà de la firme et de ses actionnaires. En particuliers, l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires participe à cette création de valeur partenariale. On constate alors des externalités positives dégagées par l'implication des salariés (capital humain) dans la performance financière de la firme. Autrement dit, le fait de réduire les coûts d'agence entre actionnaires et salariés, par un mécanisme incitatif, bénéficie à la chaîne de valeur dans son ensemble.

En matière d'appropriation de la valeur partenariale, conformément à notre cadre d'analyse, nous avons identifié les Mécanismes Réducteurs de Risque (MRR) et les Mécanismes Leviers de Pouvoir (MLP). D'après notre cadre d'analyse, la discipline managériale associée aux mécanismes de gouvernance devrait entraîner une réduction et/ou un meilleur contrôle du risque supporté par la PPE dans sa relation contractuelle avec la firme. Si c'est bien le cas, alors le mécanisme en question est qualifié de MRR ; il incite la PEE à contracter à un prix d'opportunité plus faible, d'où un coût plus avantageux pour la firme en termes d'accès aux ressources (ou un prix de vente plus élevé dans la relation avec les clients). En somme, la firme va s'approprier davantage de valeur partenariale, au détriment de la PEE. En revanche, si le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'agit d'un MLP. La partie prenante s'approprie alors plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

Deux mécanismes de gouvernance semblent jouer un rôle à ce niveau : la taille du conseil d'administrateurs (TC), et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). La taille du conseil est associée à une plus grande appropriation de rente organisationnelle par les fournisseurs et les actionnaires, et à une moindre appropriation par les clients et par la firme elle-même. La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) incite à une meilleure prise en compte des intérêts de certaines parties prenantes non financière, comme les clients et les salariés, au détriment des bailleurs de fonds traditionnels apporteurs de capitaux financiers. Le CEG permettrait donc une meilleure prise en compte des parties prenantes non financières, ainsi que des intérêts de la firme elle-même. Nos résultats concernant la mise en place d'un CEG s'avèrent encourageant pour développer une véritable gouvernance partenariale au sein des firmes cotée.

Toute fois, dans l'ensemble, les parties prenantes restent peu sensibles à l'efficacité des autres mécanismes de gouvernance disciplinaires dans l'arbitrage de leurs négociations contractuelles avec la firme. Les résultats non significatifs pour ces autres mécanismes peuvent s'expliquer par le fait que ces mécanismes sont, avant tout, des leviers de gouvernance actionnariale (indépendance du conseil, structure d'actionnariat), et que de ce fait les autres parties prenantes n'y sont pas sensibles.

## CONCLUSION DU CHAPITRE 4

---

Notre objectif dans ce chapitre était d'analyser, au moyen de tests statistiques, la nature de la relation entre les mécanismes de gouvernance et la création de la valeur partenariale dans un premier volet. Le deuxième volet portait quant à lui sur la relation entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la valeur partenariale par la firme et ses parties prenantes explicites.

L'étude empirique porte sur les années 2006, 2008 et 2010. D'un point de vue descriptif global, la valeur partenariale a augmenté de 5,92 % entre 2006 et 2008 et de 22,76 % entre 2008 et 2010. En matière d'appropriation de valeur, entre 2006 et 2008, nous observons un transfert de la valeur partenariale revenant aux clients au bénéfice des bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires), et des salariés. Néanmoins, entre 2008 et 2010, la part appropriée par toutes les parties prenantes augmente, sauf pour les créanciers financiers et les salariés. Les prêteurs et les salariés voient leur rémunération stabilisée dans le temps par contrat, alors que celle des actionnaires est ajustable au gré de la performance, et que celle des clients/fournisseurs est révisable au gré du cycle opérationnel. Ces différences de "statut" peuvent expliquer ce phénomène.

Concernant la gouvernance, toujours d'un point de vue descriptif, nous constatons une amélioration des "bonnes pratiques" au sein des entreprises françaises, et notamment un renforcement de la présence d'administrateurs indépendants ainsi que de l'actionnariat salarié. Le fait marquant est toutefois l'émergence des comités d'éthique et/ou de gouvernance, avec une augmentation de 50 % de leur nombre entre 2006 et 2010.

La section 2 a examiné la relation entre les mécanismes de gouvernance et la création de valeur partenariale. Quatre mécanismes ressortent globalement positivement associés à la valeur partenariale créée : taille et indépendance du conseil ; pouvoir actionnarial des salariés ; présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Les conseils élargis constituent un levier de création de valeur à la fois actionnariale et partenariale.

Sur le plan théorique, nous soulignons ainsi le rôle de certains mécanismes de gouvernance organisationnels dans la création de valeur partenariale, conformément aux " bénéfices " de la gouvernance organisationnelle au-delà de la firme et ses actionnaires. Nous constatons que l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires participe également à cette

création de valeur partenariale. La réduction des coûts d'agences entre actionnaires et salariés par un mécanisme incitatif bénéficie donc à la chaîne de valeur dans son ensemble ; elle produirait ainsi des externalités positives.

La section 3 a été consacrée à la relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale. Deux mécanismes de gouvernance semblent jouer un rôle à ce niveau : la taille du conseil d'administrateurs (TC), et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). La taille du conseil est associée à une plus grande appropriation de rente organisationnelle par les fournisseurs et les actionnaires, et à une moindre appropriation par les clients et par la firme elle-même. La présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG) incite à une meilleure prise en compte des intérêts de certaines parties prenantes non financière, comme les clients et les salariés, au détriment des bailleurs de fonds traditionnels apporteurs de capitaux financiers. Le CEG permettrait donc une meilleure prise en compte des parties prenantes non financières, ainsi que des intérêts de la firme elle-même. Nos résultats concernant la mise en place d'un CEG s'avèrent encourageant pour développer une véritable gouvernance partenariale au sein des firmes cotée.

Notre section 4 a fait l'objet de la synthèse de nos résultats et une re-conceptualisation.

## CONCLUSION DE LA PARTIE 2

La première partie de ce travail doctoral a été l'occasion d'élaborer un cadre conceptuel permettant l'étude de la relation entre mécanismes de gouvernance et création de la valeur partenariale, d'une part et de son appropriation d'autre part.

A l'issue de la première partie, le croisement des théories mobilisées et de notre cadre général d'analyse fondé sur le couple (rétribution/risque) a alors conduit à la formulation des hypothèses quant à l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale. Les hypothèses ont été testées dans la deuxième partie de ce travail doctoral.

L'objectif de cette deuxième partie était double : présenter la méthodologie de recherche et les résultats. Dans le premier chapitre de cette seconde partie (chapitre 3), nous avons d'abord présenté notre démarche empirique pour la détermination de la valeur partenariale. Ensuite, nous avons défini et opérationnalisé l'ensemble des variables de notre modèle de recherche puis formulé nos hypothèses. Enfin, la construction et la description de nos données et de nos deux échantillons (*benchmark* et test) sont venues clôturer ce premier chapitre.

Dans le deuxième chapitre (chapitre 4), nous avons exposé les résultats de nos calculs de la valeur partenariale et de son appropriation par la firme et les différentes parties prenantes explicites ainsi que ceux des tests empiriques de notre modèle de recherche.

Cette partie empirique, essentiellement à travers le chapitre des résultats (chapitre 4), constitue un aboutissement face à nos questions de recherche.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

---

La gouvernance actionnariale trouve ses racines dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Cette dernière centre l'analyse de la firme sur la relation qui lie le dirigeant et l'actionnaire. Elle favorise le court terme, les investisseurs cherchant une rentabilité élevée au détriment des parties prenantes. Cette pression est, pour de nombreux observateurs, à l'origine des scandales boursiers. Le principe de maximisation de la valeur actionnariale est aujourd'hui remis en cause. Dans une perspective partenariale, il ne s'agit plus de maximiser la création de valeur pour les seuls actionnaires, mais pour toutes les parties prenantes. Certains auteurs mettent en avant la vision humaine de l'entreprise ; par exemple, Aoki (1984) considère les firmes comme une combinaison de deux facteurs, capital et travail. Le capital humain spécifique encourt un risque à l'image de celui encouru par les actionnaires. L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale mais la valeur globale (Blair, 1996). L'abandon de l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires nous conduit à nous interroger sur le partage de la rente organisationnelle ainsi générée. La valeur partenariale va soulever la question de son appropriation par les différents partenaires de l'entreprise.

Tout au long de ce travail doctoral, nous avons été animés par la volonté d'appréhender la valeur partenariale créée et son appropriation par les principales parties prenantes explicites, ainsi que d'examiner le rôle des mécanismes de gouvernance sur ces deux aspects. Nous présentons dans un premier temps les contributions théoriques et managériales de notre travail de recherche. Malgré ses apports, notre travail souffre de certaines limites. Le second temps de cette conclusion, sera consacré aux limites de notre travail ainsi qu'aux voies de recherche futures.

### **Les contributions de la recherche**

L'intérêt porté à ce sujet a été motivé par deux constats essentiels. Le premier réside dans l'originalité du questionnement. En effet, à notre connaissance, aucune recherche antérieure n'a étudié le rôle des mécanismes de gouvernance dans la création et l'appropriation de la valeur partenariale. Ce champ d'investigation a fait l'objet de plusieurs contributions



théoriques, à travers notamment la théorie des parties prenantes, mais reste très peu exploré d'un point de vue empirique. Le second constat, plus fondamental, est fondé sur une remise en question de l'existence d'un objectif unique de la firme, celui de la maximisation de la valeur pour les actionnaires. La perspective partenariale nous invite en effet à dépasser le cadre « traditionnel » des frontières juridico-financières de la firme, pour mieux chercher à appréhender son positionnement dans la chaîne de valeur économique. Les réflexions suscitées par ces deux constats nous ont alors conduits à énoncer la problématique suivante.

***Quel est l'impact des mécanismes de gouvernance sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale ?***

Un ensemble de questions annexes en découle :

- dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance influencent- ils d'une part, la création de la valeur partenariale et, d'autre part, l'appropriation de cette valeur par la firme et par ses parties prenantes explicites ?
- quels sont les mécanismes de gouvernance qui peuvent s'interpréter comme réducteurs de risque, ou, à l'inverse, leviers de pouvoir, pour les parties prenantes explicites ? Quel rôle peut jouer l'implication des salariés – à travers, par exemple, la détention d'une partie du capital et/ou d'un siège au conseil d'administration – dans la création et l'appropriation de la valeur partenariale ?

Les contributions théoriques apparaissent notamment à travers les réponses apportées à ces questions. Trois apports principaux peuvent être évoqués à ce chapitre. Un premier apport est la proposition d'un modèle de recherche théorique fondé sur la théorie de l'agence élargie aux parties prenantes. Prenant pour « agent » et centre contractant la firme et son dirigeant, ce modèle considère les bénéfices potentiels d'une plus grande discipline managériale sur le comportement de la partie prenante explicite (PPE) en tant que « principal » de la relation. Dans ce cadre d'analyse, la discipline managériale associée aux mécanismes de gouvernance devrait entraîner une réduction et/ou un meilleur contrôle du risque supporté par la PPE dans sa relation contractuelle avec la firme. Si c'est le cas, alors le mécanisme en question peut être qualifié de mécanisme réducteur de risque (MRR) ; il incite la PPE à contracter à des conditions financières immédiates plus avantageuses pour la firme. En revanche, si le mécanisme sert à négocier des conditions financières immédiates plus avantageuses à la partie prenante, il s'interprète dans notre modèle comme un mécanisme levier de pouvoir (MLP). La partie prenante s'approprie alors plus de valeur partenariale au détriment de la firme.

Découlant de cette réflexion théorique, un deuxième apport de notre travail de recherche se trouve dans l'étude empirique de la relation entre création de valeur partenariale et mécanismes de gouvernance. À ce niveau, nos résultats semblent accréditer les effets bénéfiques de grands conseils d'administration ou de surveillance, de l'indépendance de ces conseils (avec quelques nuances), et de la mise en place d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance. Globalement, ces résultats confortent l'idée qu'un organe central de gouvernance a priori plus efficace est aussi créateur de valeur organisationnelle, au-delà de la firme et de ses actionnaires. Par ailleurs, l'actionnariat salarié, en renforçant l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires, semble également participer à cette création de valeur partenariale. La réduction des coûts d'agences entre actionnaires et salariés par des mécanismes incitatifs semble donc bénéficier à la chaîne de valeur dans son ensemble.

Un troisième apport de notre recherche réside dans l'étude empirique de l'appropriation de la valeur partenariale et de l'influence des mécanismes de gouvernance sur cette dernière. Deux mécanismes de gouvernance semblent jouer un rôle à ce niveau : la taille du conseil d'administration, et la présence d'un comité d'éthique et/ou de gouvernance (CEG). La taille du conseil est associée à une plus grande appropriation de rente organisationnelle par les fournisseurs et les actionnaires, et à une moindre appropriation par les clients et par la firme elle-même. La présence d'un CEG permettrait une meilleure rémunération des parties prenantes non financières comme les clients et les salariés, ainsi qu'une meilleure prise en compte des intérêts de la firme elle-même, au détriment des apporteurs de capitaux financiers (actionnaires et créanciers). Nos résultats concernant la mise en place d'un CEG s'avèrent encourageant pour développer une véritable gouvernance partenariale au sein des firmes cotées.

Par ailleurs, certains de nos résultats « non-significatifs » suggèrent que les parties prenantes sont peu sensibles à l'efficacité de certains mécanismes de gouvernance disciplinaires dans l'arbitrage de leurs négociations contractuelles avec la firme. C'est le cas, notamment, de l'indépendance du conseil d'administration, ou de la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital. On notera toutefois que ces mécanismes, dans leur fondement, sont avant tout tournés vers la défense des intérêts actionnariaux, et que cette « absence de résultats » n'est donc pas très surprenante.

Enfin, sur un plan managérial, les résultats de cette étude représentent, à notre sens, une aide pour mieux appréhender, en pratique, le problème de création et surtout d'appropriation de la

valeur partenariale par les PPE et les entreprises dans un environnement où la négociation contractuelle est permanente.

En dépit des apports évoqués plus haut, notre recherche n'est toutefois pas exempte de limites.

### **Les limites et les voies futures de recherche**

Les principales limites de cette recherche peuvent être présentées selon leur dimension théorique ou méthodologique. Sur le plan théorique, notre modèle conceptuel comporte deux hypothèses « fortes », qui tiennent au statut du dirigeant d'une part, et à l'homogénéité des actionnaires d'autre part. Premièrement, dans notre cadre d'analyse, les intérêts particuliers du dirigeant ne sont pas pris en compte. Le dirigeant est considéré comme le représentant légal de la firme, et de ce fait comme détenteur final du pouvoir contractuel. Dit autrement, les intérêts du dirigeant et de la firme sont confondus, et le dirigeant n'est pas considéré comme détenteur d'un opportunisme spécifique en raison de sa position hiérarchique. Cette hypothèse est donc en porte-à-faux avec la théorie actionnariale de l'agence dans sa version la plus « simple ». Un modèle plus élaboré devrait prendre en compte la propension du dirigeant à s'approprier une partie de la rente organisationnelle pour satisfaire sa fonction d'utilité personnelle. Mais d'un point de vue opérationnel, l'information actuellement disponible en bases de données reste insuffisante pour mettre en œuvre une méthode de *benchmarking* telle que celle que nous avons mobilisée. En particulier, les rémunérations indirectes ou différées du dirigeant (par exemple liées à la détention de *stock options*) sont difficiles à estimer.

Deuxièmement, dans notre cadre d'analyse, les actionnaires ont tous le même statut, celui d'actionnaires minoritaires, donc externes et sans pouvoirs d'action spécifiques sur la firme et sur son dirigeant. Vu sous cet angle, la partie prenante « actionnaires » perçoit une rente liée à son implication relative dans le financement des actifs (selon la structure financière de la firme) et à la politique de dividende mise en œuvre par la firme. Cette acception peut correspondre au cas de la firme managériale, dont le capital est fortement dilué sur le marché actions. En revanche, elle reste encore très simplificatrice dans les économies où les structures d'actionnariat sont complexes, et notamment concentrées comme c'est le cas dans le capitalisme des pays d'Europe continentale ou d'Asie. Ces environnements sont caractérisés par la présence d'actionnaires dominants, parfois majoritaires, et qui de ce fait disposent d'un pouvoir et d'intérêts spécifiques susceptibles d'influencer le comportement contractuel de la firme. Là encore, un modèle plus élaboré devrait considérer la présence de conflits d'intérêt

entre actionnaires dominants et actionnaires minoritaires, conflits souvent désignés de « type II » dans la théorie actionnariale de l'agence. Cependant, d'un point de vue opérationnel encore, il est assez complexe d'appréhender les « bénéfices privés » captés par les actionnaires dominants, et par suite leur appropriation de la rente organisationnelle. Cela rend donc assez coûteuse la mise en œuvre d'un design de recherche généralisé fondé sur une approche de *benchmarking*.

Sur le plan méthodologique, le design mis en œuvre dans ce travail doctoral constitue une première étape. Certains choix assez « simplificateurs » ont été faits ; et des élaborations futures sont à envisager sous plusieurs aspects. Une première limite réside dans le choix de l'échelle de mise en œuvre de la phase de *benchmarking*. Nous avons considéré l'Espace économique européen (EEE), et ce à titre de compromis pour disposer de chiffres comptables suffisamment comparables car soumis aux normes IFRS. Toutefois, il y lieu de penser que l'environnement concurrentiel d'une firme multinationale dépasse nettement les frontières de l'EEE, et qu'il se peut que certains indices *benchmark*, pour certains secteurs d'activité, soient en fait assez éloignés de la réalité économique. Pour cette raison, la phase de *benchmarking* mériterait d'être étendue à une base empirique plus large, dépassant les frontières européennes, en particulier pour les firmes à dimension multinationale.

Une seconde limite tient à la couverture de l'échantillon « test » sur lequel nous avons testé les hypothèses. Celui-ci est composé de grandes entreprises françaises, cotées en bourse. Le choix d'axer les observations empiriques sur trois années non-consécutives (2006, 2008 et 2010) procure une certaine assurance sur les problèmes traditionnels de stabilité temporelle des résultats. Toutefois, l'échantillon est resté mono-pays, en raison du coût de la collecte manuelle des données sur la gouvernance, et des difficultés d'accès à une information équivalente pour d'autres pays. L'échantillon « test » mériterait d'être étendu à d'autres pays –par exemple les trois principales économies européennes (France, Royaume-Uni, Allemagne)–, ce qui permettrait d'appréhender les effets des systèmes nationaux de gouvernance sur la distribution de la valeur partenariale. Étant donné les différences marquées dans la culture de gouvernance de ces trois économies (Labelle et Raffournier, 2000), on peut alors s'attendre à des différences systématiques entre ces pays au niveau de la structure d'appropriation de la rente organisationnelle. Par exemple, dans le cadre du modèle de cogestion germanique, à quel niveau s'établit la part de rente organisationnelle destinée aux salariés ? Enfin, même dans une optique mono-pays, l'échantillon « test » reste construit

uniquement à partir d'entreprises cotées qui, par définition, ne sont pas représentatives de l'ensemble de la population des entreprises françaises. Le choix d'entreprises cotées se justifie par le fait que ces dernières sont plus exposées aux problèmes de gouvernance, et surtout publient une information accessible sur leurs modes de gouvernance. De ce point de vue, cela constitue une stratégie « d'opportunisme méthodique » (Baumard et Ibert 1999, P.102) qui permet d'ajuster la démarche méthodologique à la question de recherche traitée. Néanmoins, les questions de valeur partenariale, et l'appréhension des chaînes de valeur économique, ne peuvent se limiter au tissu des sociétés cotées en bourse.

Enfin, une troisième limite sur le plan méthodologique réside dans le choix de certaines variables, qui peut être amélioré. Nous considérons par exemple la présence d'administrateurs représentants des salariés au Conseil d'administration ou de surveillance. Pour affiner cette variable, il aurait été pertinent de distinguer l'administrateur salarié représentant uniquement les actionnaires salariés, de l'administrateur salarié syndicaliste. En effet, n'étant pas un représentant officiel d'un syndicat, les décisions et la surveillance incombant à un administrateur représentant des salariés ne devraient pas être bruitées par des considérations de négociation collective (Desbrières, 2002). Nous n'avons pas opéré cette distinction dans notre étude, étant donné la difficulté d'accéder à cette information.

Certaines de ces limites citées ci-dessus peuvent nous renvoyer à des voies de recherche futures. En effet, notre recherche peut être complétée par l'enrichissement des mécanismes de gouvernance par rapport à la structure de l'actionnariat. Nous pouvons aussi transformer des variables codées en binaires en variables continues.

Un prolongement évident de notre travail est d'enrichir année après année notre base de données. Ceci permettra à la fois d'améliorer la robustesse et la généralisation de nos résultats.

Nous pouvons faire des études comparatives entre, par exemple, la France et l'Allemagne en matière de création et appropriation de la valeur partenariale.

Finalement, nous pouvons mesurer les liens entre la répartition actuelle de la valeur partenariale et la performance RSE (par exemple, notation Vigeo) et coupler *benchmarking* et notation externe.

## BIBLIOGRAPHIE

---

### A

**Adams S., sarkis J. et Liles D.** (1995), « The development of strategic performance metrics », *engineering Management Journal*. Vol.7, N°1, P.24-32.

**Aglietta M. et Reberlioux A.** (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel Economie, Paris.

**Agrawal A. et Mandelker G.N.**(1992),“Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance”, *Management and Decision Economics*, vol.13, n° 1, P.15-22.

**Agrawal A. et Knoeber C.R.** (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.31, n°3, septembre 1996, P.377-397.

**Albert M.** (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Edition du seuil.

**Albouy M** (1999), « Théorie, applications de la mesure de la création de valeur », *Revue française de gestion* N° 122.

**Allouche M. et Laroche P.** (2005), « Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de la littérature. Colloque responsabilité sociale des entreprises : réalité, mythe ou mystification ? 17-18 Mars à Nancy.

**Anderson, C. A. et Anthony, R. N.** (1986). “The new corporate directors”. New York: John Wiley.

**André P. et Schiehl E.** (2004), Système de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol.7, n°2, juin, P.165-193.

**Andres P.D., Azofra V. et Lopez F.** (2005), “Corporate Boards in OECD countries : size, composition, functioning and effectiveness, Corporate Governance” : *An International Review*, vol.13, P.197-210.

**Andriof J. et Waddock S.** (2002), Unfolding stakeholder engagement, in Andriof J., Waddock S., Husted B. and Rahman S. (ed) *Unfolding stakeholder thinking. Theory, responsibility and engagement*, Sheffield, Greenleaf, P.19-42.

**Ansoff I.** (1968), « Stratégie de développement de l'entreprise », Editions Hommes et technique, Traduction Française, Paris.

**Arrow** (1973), Social responsibility and Economics Efficiency, *Public Policy*, Fall, P.303-317.

**Aoki M.** (1984), *The cooperative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press.

**Aupperle K. E., Carroll A. B. et Hatfield J. D.** (1985) "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability." *Academy of Management Journal*, 28 (2): 446-463.

**Avenier M.J; et Thomas C.** (2012), A quoi sert l'épistémologie dans la recherche en science de gestion ? Un débat revisité. *Le Libello d'Aegis*, Vol.8, N°4, Hiver 2012, P.13-27.

## B

**Banque de France** (2010), « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, N°3.

**Barnhart S. et Rosenstein S.** (1998), Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis, *Financial Review*, vol.33, P.1-16.

**Barnhart S., Marr M.W. et Rosenstein S.** (1994), "Firm Performance and Board Composition: Some new evidence", *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, P.329-340.

**Barkema H.G et Gomez-Mejia L.R.** (1998), Managerial remuneration and Firm Performance: A general research Framework, *Academy of Management Journal*, April, vol.41, n°2, P.135-145.

**Baumard Ph. et Ibert J.** (1999), Quelles approches avec quelles données ?, in *Méthode de recherche en Management* Thietart R-A édition Dunod, Paris P.81-103.

**Bebchuk L., Cohen A. et Ferrell A.** (2004), What Matters in Corporate Governance Discussion Paper n° 491, Harvard Law School, P.49.

**Bédué A. et Lévy N.** (1997), Relation banque-entreprise et coût du crédit, *Revue d'économie financière*, n°39, P.179-200.

**Beiner S. et al.** (2003), "Is board size an independent corporate governance mechanism?" *kyldos* 57, P.327-356.

**Beiner S., Drobetz W., Schmid M.M. et Zimmermann H.** (2004), An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation: Evidence From Switzerland Working Paper, N) 34/2004, European Corporate Governance Institute. P.54.

**Berle A.A., Means G.C.** (1932), «The Modern Corporation and Private Property», New York, MacMillan.

**Bertrand M. et Schoar A.** (2003), « Managing with style : The effect of managers on firm policies », working paper 4280-02

**Bevars D** (1965), «The pure Theory of Bargaining», *Industrial and Labor Relations Review*, July 1965, Vol.18, N°4, P.479-502

**Bhagat S. et Black B.** (1999), « The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance », *TheBusiness Lawyer*, May, vol. 54, n° 3, p. 921-963.

**Bhagat S. et Black B.** (2002), The non correlation between Board independence and long term Firm Performance, *Journal of Corporation Law*, Winter, vol.27, n°2, P.231-273.

**Bhojraj S. et Sengupta P.** (2003). "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors". *The Journal of Business*, Vol. 76, No. 3, pp. 455-475

**Blair M.M.** (1995), "Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First century, The Brookings Institution, Washington, DC".

**Blair M.M.** (1996), "Wealth creation and Wealth sharing", The Brookings Institution, Washington, DC".

**Blair M.M.** (1997), "Firm specific Human Capital and the Theory of the Firm", Working Paper, The Brookings Institution.

**Blair M. et Stout L.** (1999), «A Team Production theory of Corporate Law », 1999, Virginia Law Review, Vol. 85, P. 247-328

**Blair M. et Roe M.J.**(1999), Employees and corporate governance, The Brookings Institution, Washington D.C.

**Bradach J. et Eccles R.** (1989), Price, Authority, and Trust: From Ideal Types to Plural Forms, Annual Review of Sociology, 15, P.97-118.

**Brancato C.** (1997). Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value, Chicago, Irwin Professional.

**Brandenburger A.M. et Stuart H.W.** (1996), Value based business strategy, Journal of Economics & Management Strategy, Vol.5, P. 5-24.

**Breton G. et Schatt A.** (2003), Manipulation comptable: *les dirigeants et les autres prenantes*, *La Revue du Financier*, vol. 139, p. 18-25.

**Brickley J.A., Lease R.C. & Smith C.W.** (1988), Ownership structure and voting on ant takeover Amendments, Journal of Financial Economics, Vol.20, pp.267-291.

**Brillet F. et d'Arcimoles C.H.** (2002), Enjeux et résultats de l'actionnariat salarié: une comparaison France / Grande Bretagne / Etats-Unis. Cermat.iae.univ-tours.fr

**Brindisi L. J.** (1989), "How to pay executives to think like corporate raiders, Directors and Boards," Vol. 13 n°2.

**Brown L.D. et Caylor M.** (2004), Corporate Governance and Firm Performance, Georgia state University, P.52.

**Bonn I., Yoshikawa T. et Phan P.** (2004), "Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison between Japan and Australia", Asian Business Management, 3, P.105-125.

**Bourguignon A.** (1997), « Sous les pavés, la plage... ou les multiples fonctions du vocabulaire comptable : exemple la performance », comptabilité, Contrôle, Audit, T.3, vol.1, P. 89-101.

**Bouton D.** (2002), « pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées », AFEP/AGREF-MEDEF document, septembre, Paris.

**Buchholtz A.K., Young M.N, et Powell G.** (1998), Are Board Members Pawns or Watchdogs? The Link between CEO Pay and Firm Performance, Group and Organization Management, March, vol.23, n°1, P.6-26.

**Bushee B.J.** (2001), Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?, Contemporary Accounting Research, vol.18, n°2, P.207-246.



**Byrd J, Parrino R. et Pritsch G.** (1998). "Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value," Financial Analysts Journal, May/June. P.14-30

## C

**Caby J et Hirigoyen G.** (1998), « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », actes des journées des IAE, P. 133-174.

**Caby J et Hirigoyen G.** (2001), La création de Valeur de l'entreprise, 2<sup>ème</sup> édition, Ed, Economica.

**Caby J. et Hirigoyen G.** (2005), « Création de valeur et gouvernance d'entreprise », éditions Economica.

**Cadbury A.** (1992), « Report of the committee on the financial aspects of corporate governance ».

**Cadot et Coudere** (2006), Caractérisation financière de quelques exploitations vitivinicoles types en France. (éds.) Bacchus 2006 : Enjeux stratégiques et pratiques dans la filière vitivinicole, Dunod.

**Cappelletti L. et Khouatra D.** (2002), La mesure de la création de valeur organisationnelle : le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine. Actes du 23<sup>ème</sup> congrès de l'AFC, Toulouse, 22-23 mai.

**Cappelletti L. et Khouatra D.** (2004), Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle : Comptabilité-Contrôle-Audit, juin.

**Capron M.** (2000), Comptabilité sociale et sociétale, in Colasse B. (ed), Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit, Economica, P.407-419.

**Carroll A.B., Näsi J.** (1997), « Understanding Stakeholder Thinking: Themes from Finnish Conference », Business Ethics: A European Review, Vol.6, N°1, P. 46-51, January.

**Carroll A.B., Buchholtz A.K.** (2000), « Business and Society: Ethics and Stakeholder Management », South-Western Publishing, 4<sup>ème</sup> édition, Cincinnati.

**Carson E.** (2009), Industry Specialization by Global Audit Firm Networks, The Accounting Review, vol.84, n°2, P.355-382.

**Chaffe S.M. et McLeod J.M.** (1973), Consumer Decisions and Information use, Consumer Behavior: Theoretical Sources, S. Ward et T.S. Robertson eds., Englewood Cliff NJ, Prentice Hall, P. 385- 415.

**Chandler A.** (1977), The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business, Harvard University Press.

**Charléty P.** (1994), « Les développements récents de la littérature », Revue d'économie financière, N°31, P.33-48

**Charlier P.** (1998), « L'information comptable dans la relation de crédit », Revue française de gestion, novembre-décembre, P.108-116.

**Charreaux G. et Pitol-Belin J.P.** (1987), Enquête nationale sur le conseil d'administration des entreprises françaises, Etude Peat-Marwick, février.

**Charreaux G. et al.** (1987), « De nouvelles théories pour gérer l'entreprise », Editions Economica. P. 32

- Charreaux G** (1992), Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes. IAE Dijon, décembre 1992.
- Charreaux G.** (1996), « Vers une théorie de gouvernement des entreprises », document de travail FARGO, Université de Bourgogne.
- Charreaux G** (1997a), Vers une théorie du gouvernement d'entreprises, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en gestion, Economica p. 421-469
- Charreaux G** (1997b), « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes », in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en gestion, Economica p. 17- 54.
- Charreaux G.** (1998), « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », *Economies et Sociétés*, série S.G N°8-9, P. 47-65.
- Charreaux G. et Desbrières Ph.** (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.1,N°2, P. 57-88
- Charreaux G.** (1999), « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports », décembre 1999.
- Charreaux G.** (2000), « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *La Revue du Financier*, N°127, P.6-17.
- Charreaux G.** (2002), « Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive ».
- Charreaux G.** (2007), « La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle », *Comptabilité-Contrôle- Audit T13 Volume 1* P.7 à 46, Juin 2007.
- Charreire S. et Durieux F.** (1999), Explorer et gtester, in *Méthodes de Recherche en Management*, Thietart R-A (ed), Dunod, Paris, P.57-80.
- Charreire S. et Durieux F.** (2003), « Explorer et tester : deux voies pour la recherche, in *Méthodes de Recherche en Management* », Thietart R-A (ed), Dunod, Paris, P.57-81.
- Charpentier P.** (2007), « Management et gestion des organisations », éditions Armand colin.Chatelin C. et Trébucq S. « Du processus d'élaboration d'un cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise », article N° 102-12.
- Chatelin C. et Trébucq S.** (2003), « Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse », *Communication les 9èmes journées de la comptabilité et du management* 20 et 21 Mars.
- Chatterjee S., Hadi A. S. et Price B.** (2000), *Regression analysis by example*, 3ème édition, John Wiley and Son, New-York.
- Chiang H. et Chia F.** (2005), "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", *The Journal of American of Business*, Cambridge, March 2005.
- Chung R., Firth M. et Kim J.B.** (2002), Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings management, *Journal of Corporate Finance*, vol.8, n°1, P.29-48.
- Clarke T.** (1998), The stakeholder corporation: a business philosophy for the information age, *long range Planning*, vol.31, n°2, P.1826194.

**Clarkson M.B.** (1995), «A stakeholder Frame Work for Analyzing and Evaluation Corporate Social Performance », *Academy of Management Review*, Vol. 20, N°1, P.92-117.

**Conyon M.J. et Peck S.I** (1998), *Board Control, Remuneration Committees, and Management Remuneration*, *Academy of Management Journal*, vol.41, P.135-145.

**Core J.E., Holthausen R.W.et Larcker D.** (1999), *Corporate Governance, Chief Executive Officer remuneration, and Firm Performance*, *Journal of Financial Economics*, March, vol.51, n°3, P.371-406.

**Cornell B. et Shapiro A .C.** (1987), “Corporate Stakeholders and Corporate Finance.” *Financial Management*, vol.16, n°1.

**Courcelles B.** (2004), « l’application des recommandations des principes de bonne gouvernance d’entreprise en France en 2003 », mémoire de recherche, HEC Paris.

**Cox D.F et Rich S.V.** (1997), *Perceived Risk and Consumer Decision Making-The Case of telephone Shopping, Risk Taking and Information Handling in Consumer Behavior*, D.F. Cox ed., Boston, Harvard University Press, P.487-586.

## D

**D’Acimoles CH. et Trébucq S.** (2003), “The corporate social performance-financial performance link : evidence from France”, *cahier de recherché n° 2003-106*, IAE de Tours.

**Dardour A. (2009)**, *L’influence de la gouvernance et de la performance sur la rémunération des dirigeants : le rôle des réseaux sociaux dans les entreprises françaises cotées*. Doctorat en sciences de gestion, Toulouse : Université Toulouse 1 Capitole.

**Dalton D. et al.** (1998), *Mata-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance*, *Strategic Management journal*, vol. 19, P. 262-290.

**Dalton D. , Daily C., Johnson J. et Ellstrand A.** (1999), “Number of Directors and Finnacial Performance : A Meta Analysis », *Academy of Management Journal* 42, n°6, P.674-686.

**Dechow P.** (1994), “Accounting earning and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals”, *Journal of accounting and economics*, vol. 18, N°3, P. 3-36.

**Demargny F.** (1994), «Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ?», *Revue d’économie financière*, n° d’hiver, 109-118

**Demetz H. et Alchian A.A.** (1972), *Production, Information Costs and Economic organization*, *American Economic review*, P.777-795.

**Demetz H** (1983),« The structure of ownership and theory of the firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, P. 375-390.

**De Montmorillion B.**(1986), « Les groupes industriels », *Editions Economica*, P.15.

**Denis D ; et M cDonnel J.** (2003), *International corporate governance*, *journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.38, P.1-36.

**Desbières Ph.** (1991), « Participation financière, stock option et rachat d’entreprise par les salariés », *Ed. Economica*.

**Desbrières Ph.** (1997a), « Le rôle de l'actionnariat des salariés non dirigeants dans le système de gouvernement de l'entreprise », in *Le gouvernement des l'entreprises* Charreaux G. (ed), coll. Recherche en gestion, Economica.

**Desbrières Ph.** (1997b), « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in *Le gouvernement des l'entreprises* Charreaux G. (ed), coll. Recherche en gestion, Economica.

**Desbrières Ph.** (2002), « Les Actionnaires- Salariés, *Revue Française de Gestion* », n°141, novembre-décembre, P. 255-281.

**Djelassi M.** (1996), « Structure de propriété, relation d'agence et performance des firmes françaises cotées », *Journal de la Société de Statistique de Paris*, tome 137, n°3, P.51-77.

**Donaldson T.** (1982), *Constructing a Social Contract for Business*, in Donaldson (ed), *Corporations and Morality*, Englewoods Cliffs, Prentice-Hall, P.36-58.

**Donaldson T. et Dunfee** (1994), *Toward A Unified Conception of Business Ethics: Integrative Social Contracts Theory*, *Academy of management review*, vol.19, n°2, P.252-284.

**Donaldson T. Preston L.E.**(1995), « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications ». *Academy of Management Review*, vol. 20, N°1, P. 65-91.

**Drobetz W., Schillhofer A. et Zimmermann H.** (2004), *Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany*, *European Financial Management*, vol.10, ISS. 2, P. 267.

**Drucker P.** (1984), "The new meaning of corporate social responsibility", *California management Review*, vol. XXVI, n°2, Winter, p. 53-63.

**Dyck A. et Zingales I.** (2002), *The Corporate Governance Role of the Media*. In *The Role of the Media in development* R.Islam (Coord.). Washington DC: The World Bank, chapitre 7.

## E

**Eisenberg T. et Wells M.** (1998), *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in small firms*, *Journal of Financial Economics* 48, P.35-54.

**Elyasiani E. et Jia J;** (2010), *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance*, *Journal of banking & Finance*, vol.34, Mars, P.606-620.

**Etzioni A.** (1998), « A Communication Note on Stakeholder Theory », *Business Ethics Quarterly*, Vol.8, Issue 4, P.679-691.

**Evan W.M. et Freeman R.E.** (1988), *A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism*, in Tom L. Beauchamp et Norman E. Bowie (eds), *Ethical Theory and Business*, Englewoods Cliffs, NJ: Prentice-Hall, P.75-84.

**Evrard Y., Pras B. et Roux E.** (2003), *Market, études et recherche en marketing*, Dunod, Paris.

## F

**Faccio M. et Lasfer MA.** (2000), « Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? », *Journal of Corporate Finance*.

**Faley O., Mehrotra V. et Morck R.** (2006), When Labor Has a Voice in Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.41,n°3, P.489-510.

**Fama E.F.** (1980), « Agency problems and theory of the firm », *Journal of political Economy*, p.288.307.

**Fama.F. et Jensen M.C.** (1983), separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics*, 26. P.327-349.

**Fernandez P. et del Campo J.** (2008), Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies: a survey with 2 400 answers. May 21, 2010. Site SSRN.

**Fernandez P. et del Campo J.** (2010), Market Risk Premium used in 2010 by Professors: a survey with 1 500 answers. May 15, 2010. Site SSRN.

**Fernandez P. Aguirreamalloa J. et Corres L.** (2011), Market Risk Premium used in 56 Countries in 2011: a survey with 6 014 answers. May 2011. Site SSRN.

**Fernandez P., Aguirreamalloa J et Corres L.** (2013), Market Risk Premium used in 82 Countries in 2012: a survey with 7 192 answers. January 29, 2013. Site SSRN.

**Figge F. et Schaltegger S.** (2000), Was ist stakeholder value ?, 2000, Universitat Lunberg.

**Fisher I.** (1907), *The Rate of Interest*, Mac Millan, New York.

**Fiore C. Grand B. et Suzanne J.M** (2008). « Gestion du périmètre social : de la mesure de performance à l'analyse de risque », W.P. N° 823, Mars.

**Franck R.** (1993), *The Strategic Role of the Emotions : Reconciling Over and under Socialized Accounts of Behavior*, Working Paper, Cornell University Johnson Graduate School of Management, Ithaca, NY.

**Freeman R.E.** (1984), « *Strategic Management: A stakeholder Approach* », Pitman, Boston.

**Freeman R.E.** (2000), « Business Ethics at the Millennium », *Business Ethics Quarterly*, Vol.10, N°1, P.169-180.

**Friedman M.** (1962) "Capitalism and Freedom", University of Chicago Press, Chicago, IL.

**Freidman M.** (1970). "The social responsibility of business is to increase its profits", *New York Times*, September 13, pp. 122-126.

**Friend I. et Lang I.** (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure". *J. Fin.*, 43, P. 271-281.

## G

**Gamble J.F.** (2000), "Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration", *Journal of Business Venturing*, vol.15, P.433-447.

**Gamble J.F. Culpepper R. et Blubauch M.** (2002), ESOPs and Employee Attitude: The Importance of Empowerment and Financial Value, *Personnel Review*, Vol.31, n°1, P.9-26.

**Galai D. et Masulis R.W.** (1976) The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stocks, *Journal of Financial Economics*, 3, 53-81

- Garfatta R.** (2010), Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français. Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne
- Garvey G.T. et Swan P.L.** (1994) «The Economics of Corporate Governance, Beyond the Marshallian Firm», *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, N°2, P.139-174.
- Gharbi H et Lepers X.** (2008), Actionnariat salarié et enracinement des dirigeants : un essai de compréhension, *Innovations*, n°27, P.121-146.
- Gianfaldoni P. et Richez-Battesti N.** (2008), « La gouvernance partenariales des banques coopératives françaises », [www.univ-avignon.fr/file\\_adm/documents/users/fiches-s/Gouvernance-part-des-banques-cooperatives.pdf](http://www.univ-avignon.fr/file_adm/documents/users/fiches-s/Gouvernance-part-des-banques-cooperatives.pdf).
- Giordano Y. et Jolibert A** (2008) « méthodologie de la recherche ; réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion ». (Eds.), Pearson Education, Chap. 2, p. 47-86,
- Girod-Séville M. et Perret V.** (1999), « Fondements épistémologiques de la recherche ». *Méthodes de recherche en management*, sous la direction de R.A.Thiétart, EditionDunod, pp.13-33.
- Girod-Seville M. et Perret V.** (2003), Fondements épistémologiques de la recherche, in *Méthodes de recherche en Management*, Thietart R.A. (ed), Dunod, Paris, P.13-24.
- Gijsbrechts E.** (1993), Prices and Pricing Research in Consumer Marketing: Some rRecent Developments, *International Journal of Research in Marketing*, 10, P. 115-151.
- Gilson S.** (1989), Management Tourover and Financial Distress, *Journal of financial Economics*, vol. 25, P.24-62.
- Granovetter M.** (1985), Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness, *American Journal of Sociology*, vol.91, n°3, P.481-510.
- Greenberg J.** (1990), Organizational Justoice: yesterday, Today and Tomorrow, *Journal of Management*, 16, P.399-432.
- Grossman S.J. et Hart O.D.** (1986), « The Costs and Benefits of Ownership: A theory of Vertical and Lateral Integration », *Journal of political Economy*, Vol.94, P.691-719.
- Godard L.** (2002), La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance, *Revue Science de Gestion* n°33, P.125-148.
- Godard L. et Schatt A.** (2000), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? ». *La revue du financier* N° 127, P.36-47.
- Godard L. et Schatt A.** (2005a), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : un état des lieux ». *La revue Française de gestion* 31 (158), P.69-87.
- Gompers P. , Ishiri J.et Metrick A.** (2003), Corporate Governance and Equity Price, *The Quarterly Journal of Economics* 118, P.107-155.
- Gond J.P et Mercier S.** (2005), « Les théories des parties prenantes : une synthèse critique de la littérature ». *Les Notes du LIRHE* N° 411.

**Goodijk R.** (2003), « Partnership at corporate level: The meaning of the stakeholder model », *Journal of change management*, Vol.3.

**Guedri Z. et Hollandts X.** (2008a), Beyond dichotomy : The curvilinear impact of employee ownership on firm performance, *Corporate Governance: An international Review*, vol.16, iss.5, P.460-474.

**Guedri Z et Hollandts X.** (2008b), Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise, *Revue française de gestion* 3/2008, n° 183, pp. 35-50.

**Guest P.M.** (2009), "The determinants of board size and composition evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, 14, P.51-72.

**Guibert N. et Dupuy Y.** (1997), « La complémentarité entre contrôle « formel » et contrôle « informel » : le cas de la relation client-fournisseur », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 1, P. 39-52.

## H

**Haleblian J. et Finkelstein S.** (1993), « Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating Roles of environmental turbulence and discretion. *The Academy of Management Journal*, vol.36, N°4, P. 844-863.

**Hambrick D.C. et Mason P** (1984), « Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers », *Academy of Management Review*, Vol.9, N°2, P.193-206.

**Hamilton L. C.** (2004), *Statistics with STATA*, (updated for version 8), Ed.Thomson Brooks/Cole, Belmont.

**Hammer T.H. et Stern R.N.** (1980), Employee Ownership: implications for the organisational distribution of power, *The Academy of Management Journal*, vol. 23, n°1, mars, P.78-100.

**Hansmann H.** (1996), *the ownership of enterprise*, Harvard University Press: Cambridge, MA.

**Hansmann H. et Kraakman R.** (2001), The End of History for Corporate Law, *Georgetown Law Journal*, vol.89,P.439-468.

**Hart O.** (1995), *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, Oxford University Press.

**Hartzell J.C. et Starks L.T.** (2003), Institutional investors and executive compensation, *The Journal of Finance*, vol.58, N°6, P.2351-2374.

**Hawley J., Williams A.** (2000), "The Rise of Fiduciary Capitalism", University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

**Hermalin B.E. et Weisbach M.S.** (2003), Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the Economic Literature, *Economic Policy Review*, April, vol.9, n°1, P.7-26.

**Herman E.S.** (1981), *Corporate control, corporate power*, Cambridge University Press, New York.

**Hill C.W.L. et Jones T.M.** (1992), Stakeholder-Agency Theory, *Journal of Management Studies*, n° 2, 29 March, P.131-154.

**Himmelberg C.P., Hubbard R.G. et Palia D.** (1999), « Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 353-384.

**Hirigoyen G.** (1997), Salariés-actionnaires: le capital sans le pouvoir? In pouvoir et gestion, Coll. Histoire, Gestion et Organisation, n° 5, Presses de l'université des Sciences Sociales de Toulouse, Toulouse.

**Hoarau C. et Teller R.** (2001), Création de valeur et management de l'entreprise, Vuibert, Paris.

**Humphreys M.A. et Kenderdine M.** (1984), Perceived Risk and Consumer Decision Making : An Alternative View of Uncertainty, *Advances in Consumer Research*, 9, Association for Consumer Research, P.283-285.

**Hussain** (1997), The impact of segment definition on the Accuracy of Analysts Earnings Forecasts. *Accounting & Business Research* 27 (2): 145-156.

**Husted B.W.** (1998), "Organizational Justice and the Management of Stakeholder Relations", *Journal of Business Ethics*, vol.17, n°6, P.643-651.

## J

**Jensen M.C. et Smith C.W.** (1985), Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory Social Science Research Network.

**Jensen M.C. et Meckling W.M.** (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, 10, P. 305-360.

**Jensen M.C. & Meckling W.M.** (1979), Rights and Production Functions: an application to Labor Managed Firms and Codetermination, *Journal of Business*, 52, n°4, October, P. 469-506.

**Jensen M.C** (1983), Organization Theory and Methodology, *Accounting review*, vol.58, April 1983, P. 319-339.

**Jensen M.C** (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, vol.48, P. 831-880.

**Jensen M.C** (2001) « Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, Vol.76, N°2, P.323-329

**Jensen M.C.** (2002), Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics quarterly*, 12 (2), P.235-256.

**Joffre P.** (1999), « L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à la fin du XXe siècle » De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIe siècle, Koenig G. (Coor.), *Economica*, p. 143-170.

**John, K. & Senbet L.W.** (1998). "Corporate governance and board effectiveness," *Journal of Banking and Finance*, 22, P. 371-403.

**Jones T.M.** (1995), Instrumental Stakeholder Theory: A synthesis of Ethics and Economics, *Academy of Management Review*, vol.20, n°2, P.404-437.

**Jones G.** (2001), *Organizational Theory: text and cases*, Third edition, Prentice Hall.

**Jones T. et Wicks A.** (1999), Convergent stakeholder theory, *Academy of Management Review*, 24, 2, P.206-221.

**Juhel J.C., Boisselier P. et Dufour D.** (2009), "Création et répartition de la valeur dans l'entreprise – modèle de mesure-, 8<sup>ème</sup> conférence internationale de gouvernance, Florence-Italie, 18 et 19 Juin.



**Juhel J.C.** (2011), Partage de la valeur et flux de trésorerie disponibles. *Revue du financier*, N° 187, Janvier-Février 2011, P.24-44.

## K

**Kahneman D. et Tversky A.** (1979), Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47, March, P. 263-291.

**Khouatra D.**(2005), « Gouvernance de l'entreprise et création de valeur partenariale », 16ème conférence de l'AGRH, septembre.

**Klapper L.F. et Love I.** (2004), Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, vol.10, P.703-728.

**Klein B. , Grawford R. et Alchian A.** (1978), Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, *Journal of Law and Economics*, 1 (2), P.297-326.

**Klein S. et al** (2007), "The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses", *Journal of Business Research*, vol.60, Issue 10, P.1080-1089.

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014829630700080X - item1>

**Klein K.** (1987), Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models, *Journal of Applied Psychology*, vol.72, P.319-332.

**Klein A.** (1995), An examination of board committee structures, Working paper, New York University.

**Klein A.** (1998), Firm Performance and Board Committee Structure, *Journal of law and Economics*, vol.41, P.275-299.

**Kraft et Hage** (1990), Strategy, social responsibility and implementation, *Journal of Business Ethics*.

**Krafft J., Ravix J.L., Qu Y.** (2010), « Gouvernance d'entreprise et performances sectorielles : une réévaluation de la fiabilité des scores et des mesures de bonne gouvernance », juin.

## L

**Labelle, R. et Raffournier, B.** (2000). « Comparaison des modèles de gouvernement d'entreprise canadien, français et allemand ». *Gestion* 2000, vol. 25, no 3, pp. 49-57.

**La Bruslerie (de) H. et Deffains-Crapsky C.** (2003), Actionnariat salarié : application du modèle de contract optimal entre salariés et actionnaires, *Cahier de recherche*, Université Paris 1 Sorbonne, CREFIB.

**Lambert R. et Larcker D.** (1989), Executive stock options plans and corporate dividend policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, P.409-425

**Lang L., Stultz R. et Walking R.** (1999), Managerial Performance, Tobin's W and the Gains from Successful Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, 20 (1), P.3-24.

**Langtry B.** (1994), Stakeholders and moral responsibilities of business, *Business Ethics Quarterly*, N° 4, P.433.

**Laurent G. et Kapferer J.N.** (1986), Les profils d'implication, Recherche et Applications en marketing, 11, Avril, P. 41-58.

**Ledoux B. et Berrebi L.** (1995), « Le coût du crédit : facteurs normatifs et conditions de marché », Revue d'économie financière, n°35, P.141-158.

**Le Joly K. et Moingeon B** (dir.) (2001), Gouvernement d'entreprise : débats théoriques et pratiques, Paris, Ellipses.

**L'Hélias S.** (1997), Le retour de l'actionnaire, Editions Gualino.

**Lipton M. et Lorsch J.** (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", Business Lawyer 48, n°1, P.59- 67.

**Long R.J.** (1980), Job Attitude and Organizational Performance under Employee Ownership, The Academy of Management Journal, Vol.23, Issue 4.

## M

**Mace M.L.** (1971), "Directors: Myth and Reality". Harvard Business School press, Boston, MA

**Macintosh J.G. et Schwartz L.P.** (1995), Do Institutional and Controlling Shareholders Increase Corporate Value, in Corporate Decision-Making in Canada, University of Calgary Press.

**McGuire J.B, Sundgren A. et Schneeweis T.** (1988), "Corporate Social Responsibility and Firm financial Performance", Academy of Management Journal, Vol.16, n°1, p.167-180.

**Mak Y. et Yuanto K** (2002), "Board Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value", Pulses by Singapore Stock Exchange.

**Malo J.L.** (1988), Comptes de surplus, Encyclopédie de Gestion, Paris, Economica.

**Mangematin V.** (1996), "The Simultaneous shaping of Organization and Technology Within Cooperative Agreements", in R. Cooms, P. Saviotti, A. Richards, V. Walsh (Ed.), Networks and Technology Collaboration, Edward Elgar, Londres et New York.

**Mayrhofer U.** (2006), Marketing, 2<sup>ème</sup> édition, Bréal, Collection dirigée par Raimbourg Ph.

**McQuarrie E.F. et Munson J.M.** (1986), The Zaichkowsky Personal Involment Inventory Modification and Extension, Advances in Consumer Research, Association for Consumer Research, 14, P.36-40.

**Medef** (2010), « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », AFEP.

**Medef** (2008), « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », AFEP.

**Mendez A** (2001), « Les mécanismes de la confiance », Revue française de gestion, septembre-octobre, P.18\_27.

**Miller-Millesen et Judith L.** (2003), « Understanding the behaviour of non profit boards of directors: A theory based approach», Nonprofits and voluntary sector quarterly, 32, 4, pp.521-547

**Mintzberg H.** (1983), Power in and around organizations. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

**Mitchell R.K., Agle B.R. et Wood D.J.** (1997), Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts, *Academy of Management Review*, vol. 22, n°4, P.859.

**Mitra S. et Cready W.M.** (2005), Institutional stock ownership, accrual management and information Environment, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol.20, n°3, P.257-286

**Miwa Y. et Ramseyer J.M.** (2002), "Who Appoints them, what do they do? Evidence on outside directors from Japan". Harvard Law School, discussion paper series. Paper 374. [http://lsr.nellco.org/Harvard\\_olin/373](http://lsr.nellco.org/Harvard_olin/373).

**Mizruchi M.** (1983), "Who Controls Whom? An Examination of the relation between Management and Boards of Directors in Large American Corporations". *Academy of management Review*, vol.8, n°3, P.426-435.

**Monteil J.** (1966), « Les theories de surplus », Paris, Gauthier-Villars.

**Morck R., Shleifer A. et Vishny R.** (1988), Management ownership and market valuation : An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, vol 20, n°1, P.293-316.

**Moore G.** (1999), « Tinged Shareholder Theory: or what's so Special about Stakeholders », *Business Ethics: A European Review*, Vol.8, N°2, P. 117-127, April.

**Mtanios R. et Paquerot M.** (1999), Structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. *Finance Contrôle Stratégie*, vol.2, n°4, P.157-179.

**Muncy J.A. et Hunt S.D.** (1984), Consumer Involvement: Definitional Issues and Research Directions, *Advances in Consumer Research*, T.C. Kinnear (ed.), Association for Consumer Research, 9, P. 193-196.

## N, O, P

**O'Sullivan M.** (2000). *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford, Oxford University Press, forthcoming.

**O'Sullivan, M.** (2002), Le Rôle du Marché Boursier dans les Systèmes Nationaux de Gouvernance, *Revue Française de Gestion* 5:141, P. 347-375.

**Orbell J., Dawes R. et Shwartz\_Shea P.** (1994), Trust, Social Categories, and Individuals: the Case of gender, Working Paper, University of Oregon.

**Patton A. et Baker J.C.** (1987), Why won't directors rock the boat? *Harvard Business Review*, 65 (6), P.10-18.

**Paquerot M.** (1996), L'enracinement des dirigeants et ses effets, *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, n°111.

**Paquerot M. et Carminatti-Marchand G.** (2003), Faut-il confier les entreprises aux X et aux énarques; Etheque.com Edition, 73 pages.

**Parrat F.** (1999), « Le gouvernement d'entreprise », Editions Maxima. P.41

**Pearce J.A. et Zahra S.A.** (1992), "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, vol.29, n°4, P.411- 438.

**Peter J.P. et Tapey L.X.** (1975), A comparative Analysis of Three Consumer Decision Strategies, *Journal of Consumer Research*, 2, June, P.184-189.

**Petersen M.** (2004), Information: Hard and Soft, Mimeo, Kellogg School of Management, Northwestern University.

**Pi L. and. Timme S. G** (1993) 'Corporate control and bank efficiency', *Journal of Banking and Finance*, 17, pp. 515–530.

**Piot C et Missonnier-Piera F.** (2009), 'Corporate Governance Reform and the Cost of Debt Financing of Listed French Companies',

**Pochet C** (1998), « Le directeur et la création de valeur : les facteurs contingence de la latitude managériale », Actes des XIV<sup>è</sup> journées des I.A.E. Nantes, Presses Académiques de l'Ouest, P.409-428

**Porter ME** (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors* New York: Free Press

**Porter M.**, (1985), *Competitive Advantage*, Free Press edit., New York.

**Poulain-Rehm T.** (2002), « Gouvernement d'entreprise et actionnariat des salariés : une approche conceptuelle. *Revue du financier* N° 133.

**Poulain-Rehm T.** (2006), « L'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? » *AFFI*, Poitiers, 26-27 Juin.

**Preston L. E., Sapienza H. J., Miller R. D.** (1991) "Stakeholders, Shareholders, managers: Who Gains What from Corporate Performance?" in A. Etzioni & P. R. Lawrence (Eds), *Socio-Economics: Toward a New Synthesis*, M.E. Sharp, Armonk, New York, pp. 149-165

**Preston, L.E. et D.P. O'Bannon** (1997) "The Corporate Social-financial Performance Relationship. A Typology and Analysis", *Business and Society*, 36(4): 109-125.

**Pugh W.N., Oswald S.L. et Jahera J.S.** (1999), ESOPs, Takeover Protection and Corporate Decision-Making, *Journal of Economics and Finance*, vol.23, n°2, P.170-185.

## R

**Rajan R.G. et Zingales L.** (1998), Power in Theory of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, vol.113, n°2, P.387-432.

**Ravix J.L.** (1990), « L'émergence de la firme et des coopérations inter-firmes dans la théorie de l'organisation industrielle : Coase et Richardson », *Revue d'Economie Industrielle*, vol.51, P.202-225.

**Rebérioux A.** (2002), "European Style of Corporate Governance at the Crossroads: the Role of Worker Involvement", *Journal of Common Market Studies*, vol. 40 (1), mars, P.111-134.

**Rechner, P. L., et Dalton, D. R.** (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12, 155–161.

**Rivaud-Danset D.** (1991), « La relation banque-entreprise: une approche comparée », *Revue d'économie financière*, n°16.

**Roll R.** (1977), « A critique of the asset pricing theory's tests; part I: on past and potential testability of the theory », *Journal of Financial Economics*, March 1977, p. 129-176.

**Roll R.** (1978), « Ambiguity When Performance is Measured by the Securities Market Line », *The Journal of Finance*, 1978, p.1051-1069.

**Roy W.G.** (1997), "Socialising Capital", Princeton University Press.

**Royer. I et Zarlowski PH.** (1999), « Le design de la recherche », Editions DUNOD.

## S

**Savage G.T., Nix T.M., Whitehead C.J., Blair J.D.** (1991), "Strategies for assessing and Managing Organizational Stakeholders", *Academy of Management Executive*, vol.5, n°2, P.61-75.

**Savall H.** (1975), *Enrichir le travail humain*, Dunod, 1ère édition 1975, 4ème édition Economica 1989.

**Savall H. et Zardet V** (2007), « Maîtriser les coûts et les performances cachés », 4ème édition, Economica.

**Shleifer A. et Vishny R.W.** (1989), « Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, p. 123-139.

**Shleifer A. et Vishny R.W** (1997), *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, vol.52.

**Simon H.** (1978), On how to decide what to do, *The Bell Journal of Economics*, 9, n°2, P.494-507.

**Simon H.** (1997), *Models of Bounded Rationality: Empirically Grounded Economic Reason*, vol.3, Massachusetts Institute of Technology Press.

**Smith S.**(1991), On the Economic Rationale for Codetermination Law, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.16, P. 261-281.

**Sire, B. et Tremblay, M.** (2000), "Testing the Influence of Countries and National Cultural Values on Compensation Policies, Paper Presented to 2000 Academy of Management Meetings, August, Toronto, Canada.

**Starik M.** (1994), Essay, the Toronto conference: Reflexions on stakeholders theory, *Business and Society*, n°33, P.90.

**Stiglitz J. et Weiss A.** (1981), Credit rationing in Markets with Imperfect Information : *The American Economic review*, 71 (3), P.393-410.

**Stewart G.B.**(1994), « EVA: Fact and Fantasy », *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.7, N°2, P.71-84

**Stout L.A.** (2007), Why We Should Stop Teaching Dodge v. Frord? *UCLA School of Law, Research paper* n° 07-11.

**Suchman M.C.** (1995), *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches*, *Academy of Management Review*, vol. 20, N° 3 P. 571-610.

**Sundaramurthy** (2000), Antitakeover provisions and shareholder value implications: a review and a contingency framework, *Journal of Management*, vol.26, n°5, P.1005-1030.

## T, U, V

**Thiétart R.A** (1999), Validité et fiabilité de la recherche, in *Méthodes de Recherche en Management*, Thietardt (ed) Dunod, Paris P.257-287.

**Trébucq S.** (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF250 : Un outil de création de valeur ? », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol.5, N°4, P. 107-135, Décembre.

**Truel J.L.** (1979-80), Un outil de gestion à la française : les comptes de surplus. Havard-L'expansion.

**Ulmann A.** (1985), Data in search of a theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance, *Academy of Management Review*, vol.10, P.540-577.

**Urbany J.E., Dickson P.R. et Wilkie W.L.** (1989), Buyer Uncertainty and Information Search, *Journal of Consumer Research*, Association of Consumer Research, 16, September, P.208-215.

**Van Loye G.** (1998), « Finance et Théorie des Organisations », *Economica*.

**Varma R.**(2001), The role of institutional investors in equity and corporate monitoring, *The journal of Business and Economic Studies*, vol.7, n01, P.39-53.

**Vassal J.C.** (1972), La méthode des surplus: applications à l'analyse du comportement des entreprises, *Banque n°308 et 309*.

**Venkatraman M.P.** (1989), "involvement and Risk, *Psychology and Marketing*", 6, 3, P.229-247.  
Vernimmen P. « Finance d'entreprise », Editions Dalloz, 4<sup>e</sup> édition, 2000, p.777.

**Viénot M.** (1995), « Le conseil d'administration des sociétés cotées », AFEP-CNEP document, Juillet, Paris

**Viénot M.** (1999), « Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise », AFEP-MEDEF document, Juillet 1999

**Vincensini C. et Taugourdeau E.** (2009), La justification économique de l'Union économique et monétaire : ex ante, ex post ou inexistante ? Volume 24 — Numéro 24-2 P. 57-83.

**Volle** (1995), Le concept de risque perçu en psychologie du consommateur : antécédents et statut théorique. *Revue recherche et Applications en Marketing*.

## W

**Waddock S.A. et Graves S.B.** (1997), The Corporate Social Performance-Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, vol. 18, n°4, P.303-319.

**Walsh J.P. et Seward J.K.** (1990), On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms, *Academy of Management Review*, vol. 15, n°3, pp. 133-144.

**Waterhouse J., Gibbins M. et Richardson C.** (1993), Strategic financial disclosure: evidence from Labor negotiations, *Contemporary Accounting Research* 9 (2) P. 526-550.

**Wheeler D. et Sillanpää M.** (1997), "The Stakeholder Corporation: A Blueprint for Maximising Stakeholder Value", Pitman, London.

**Williamson O.E.** (1985), *Economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*, The Free Press, New York.

**Williamson O.E.** (1991), Economic institutions, spontaneous and intentional governance, *Journal of Law, Economics and Organisations*, vol. 7, P. 159-187.

**Wintoki N.** (2007), "Corporate boards and regulation: The effect of the Sarbanes-Oxly Act and the exchange listing requirements on firm value", *Journal Corporate Finance* 13, P.229-250.

**Wirtz P** (2008), « Les meilleurs pratiques de gouvernance d'entreprise », Editions Découverte.

## Y, Z

**Yan L , Meng-Yuh C., Tzy-Yih H. et Lin T.W.,** (2008) "Censoring model for evaluating intellectual capital value drivers", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 9 Iss: 4, P.639 – 654.

**Yates J.F. et Stone E.R.** (1992a), *The Risk Construct, Risk-Taking Behavior*, J. Frank Yates Ed., John Wiley & Sons, NY, P.1-25.

**Yates J.F. et Stone E.R.** (1992b), *Risk Appraisal, Risk-Taking Behavior*, J. Frank Yates Ed., John Wiley & Sons, NY, P.49-86.

**Yermack D.** (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of director", *Journal of Financial Economics*, vol.40, N°2, P.185-211.

**Zeithaml V.A.** (1988), Consumer Perceptions of Price, Quality, and Value : A Means-End Model and Synthesis of Evidence, *Journal of Marketing*, 52, July, P.2-22.

**Zhou X.** (2001), « Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance: Comment », *Journal of Financial Economics*, vol. 62, p. 559-571.

**Zingales L** (1998), *Corporate Governance*, in P.Newman (Ed.), *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press.

## LISTE DES FIGURES

---

### INTRODUCTION GENERALE

Figure 1 : L'évolution du concept de gouvernance élargie .....	16
Figure 2: Plan de la thèse .....	21
Figure 3 : processus de prise de décision .....	25
Figure 4: Noyau stratégique .....	28
Figure 5 : Typologie des mécanisme de gouvernement des entreprises .....	32
Figure 6 : Mode de gouvernance actionnariale .....	39
Figure 7 : Position relative des différentes parties prenantes au sein de la firme .....	52
Figure 8: Mode de gouvernance partenariale-leviers de pouvoirs et d'influence .....	61
Figure 9: Logique de la théorie d'agence .....	66
Figure 10 : Conséquences du risque global sur le comportement des parties prenantes.....	68
Figure 11: Sources de risques et conséquences sur le comportement des parties prenantes ...	69
Figure 12 : Synthèse des mécanismes d'implication des parties prenantes explicites.....	79
Figure 13 : Cadre général de l'analyse .....	82
Figure 14 : Les deux états possibles sur la qualité de la gouvernance .....	83
Figure 15 : Actionnariat salarié .....	88
Figure 16: Schéma d'appropriation de la valeur créée .....	90
Figure 17 : les deux étapes de la démarche empirique.....	117
Figure 18 : Mode de raisonnement et connaissance scientifique de la logique déductive .....	121
Figure 19 : Alignement des intérêts des parties prenantes .....	123
Figure 20 : Composantes de la valeur partenariale .....	124
Figure 21 : Les cinq étapes pour calculer la valeur partenariale .....	137
Figure 22: Synthèse de la démarche de notre modèle .....	139
Figure 23 : Répartition de la valeur partenariale de la société Lafarge en 2008.....	173
Figure 24 : Évolution du résultat net et du chiffre d'affaires de la société Lafarge .....	174
Figure 25 : Les schémas récapitulatifs des trois familles d'évolution du niveau de la valeur partenariale .....	180



## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Matrice des niveaux de reconnaissance.....	53
Tableau 2 : Répartition de la valeur client pour quatre entreprises du CAC 40 (en M€) .....	55
Tableau 3 : Attentes spécifiques des différentes parties prenantes explicites.....	70
Tableau 4 : Relation entre les actionnaires minoritaires et le dirigeant .....	72
Tableau 5 : Relation entre les salariés et la firme.....	73
Tableau 6 : Relation entre les créanciers financiers et la firme.....	76
Tableau 7 : Relation entre les partenaires commerciaux et la firme .....	78
Tableau 8 : Synthèse des études sur la relation entre l'actionnariat salarié et la performance financière .....	108
Tableau 9 : Processus de recherche dans une démarche hypothético-déductive .....	120
Tableau 10 : Nouvelle présentation des actifs de l'entreprise.....	129
Tableau 11 : Extension de modèle de Charreaux .....	130
Tableau 12 : Variables à expliquer de création et d'appropriation de la valeur partenariale. ....	143
Tableau 13 : Synthèse des variables.....	150
Tableau 14 : Bases « <i>benchmark</i> » et « test » .....	160
Tableau 15 : Statistiques descriptives des bêtas par année et secteur .....	166
Tableau 16 : Primes de risque de marché retenues pour notre étude .....	169
Tableau 17 : Statistiques descriptives des CMPC par année et secteurs (en pourcentage)....	169
Tableau 18 : Calcul du CMPC de la société Lafarge par année.....	170
Tableau 19 : Calcul des ressources mobilisées de la société Lafarge (2008 en K€). ....	171
Tableau 20 : les indices ( $I_b$ ) de « meilleur élève » et ( $I_i$ ) de la société Lafarge pour l'année 2008.....	171
Tableau 21 : Ventes d'opportunité de la société Lafarge (2008 en K€) .....	172
Tableau 22 : Calcul des coûts d'opportunité de la société Lafarge pour l'année 2008 en K€	172
Tableau 23 : Calcul de la valeur partenariale de la société Lafarge (2008 en K€) .....	172
Tableau 24 : Calcul de l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites de la société Lafarge (2008 en K €) .....	173
Tableau 25 : Évolution de la création et de l'appropriation de la valeur partenariale de la société Lafarge .....	174
Tableau 26 : Distribution des indices de rémunération des parties prenantes explicites (en pourcentage des ressources mobilisées totales).....	175

Tableau 27 : Statistique descriptive de création de valeur partenariale pour chacun des secteurs (en K €).....	178
Tableau 28 : Pourcentage moyen de valeur partenariale capté par les parties prenantes.....	182
Tableau 29 : Calcul pour délimiter notre zone de calcul à plus ou moins une fois l'écart type sur la période 2006, 2008 et 2010 .....	183
Tableau 30: Matrice d'appropriation de la valeur par les PPE .....	184
Tableau 31 : Matrice des secteurs les plus favorables, en termes d'appropriation de valeur partenariale, pour les PPE .....	184
Tableau 32 : Statistiques descriptives de la création de valeur partenariale (en k €).....	190
Tableau 33 : Statistiques descriptives de l'appropriation de la valeur par la firme et par les parties prenantes (en pourcentage) .....	191
Tableau 34 : Statistiques descriptives des variables de gouvernance .....	193
Tableau 35 : Statistiques descriptives de la gouvernance par secteur d'activité (valeurs moyennes) .....	195
Tableau 36 : Tests de normalité ( <i>skewness</i> et <i>kurtosis</i> ) avant les transformations éventuelles .....	196
Tableau 37 : Tests de normalité ( <i>skewness</i> et <i>kurtosis</i> ) après les transformations .....	197
Tableau 38 : Résultats empiriques des régressions simples TE sur TC pour les 3 années ....	198
Tableau 39 : Matrice des corrélations de Pearson année 2006.....	198
Tableau 40 : Diagnostic général de multicolinéarité.....	200
Tableau 41 : Régressions simples .....	204
Tableau 42 : Résultats des régressions multiples pour l'échantillon groupé sur la période 2006, 2008 et 2010 .....	208
Tableau 43 : Régressions simples année par année.....	211
Tableau 44 : Résultats des régressions année par année .....	213
Tableau 45 : Régressions simples de l'appropriation de la valeur partenariale par la firme .	217
Tableau 46 : Résultats des régressions multiples de la valeur appropriée par la firme (VAFi) .....	219
Tableau 47 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par la firme .....	221
Tableau 48 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les salariés .....	222
Tableau 49 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les clients .....	223
Tableau 50 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs .....	225
Tableau 51 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers .....	226

Tableau 52 : Résultats de l'appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires .....	228
Tableau 53 : Synthèse des résultats sur la création de valeur partenariale.....	231
Tableau 54 : Synthèse des résultats de nos hypothèses sur la Création de la valeur partenariale .....	239
Tableau 55 : Appropriation de la VP par les parties prenantes et mécanismes de gouvernance .....	240
Tableau 56 : Synthèse des résultats de nos hypothèses sur l'appropriation de la valeur partenariale par la firme .....	241
Tableau 57 : Synthèse des résultats de nos hypothèses sur l'appropriation de la valeur partenariale par les différentes parties prenantes .....	241

## LISTE DES ANNEXES

---

ANNEXE 1- Construction des Bases « <i>benchmark</i> » et « test » : filtrage quantitatif .....	277
ANNEXE 2- Liste des entreprises de la Base « test » .....	280
ANNEXE 3- Extrait de calcul de Bêta de la société Lafarge en 2010 .....	282
ANNEXE 4- Evolution de l'indice boursier du marché et de cours de l'action de la société Lafarge .....	283
ANNEXE 5- Statistique descriptive des Rd (en pourcentage) par année et secteur .....	284
ANNEXE 6 - Extrait de calcul de la valeur partenariale et de son appropriation.....	285
ANNEXE 7- Matrice de corrélation des années 2008 et 2010 .....	288

# ANNEXE 1- Construction des Bases « benchmark » et « test » : filtrage quantitatif

	Industrie	Super secteur	Secteur	Entreprises Européennes + Suisse & Norvège		Entreprises Françaises		Décision
				Nombre	%	Nombre	%	
	0001 Pétrole et gaz	0500 Pétrole et gaz	530 Producteurs de pétrole et de gaz	51	1,7	4	0,89	Non retenu
			570 Pétrole- équipements, services et distribution	43	1,4	4	0,89	Non retenu
			580 Energie alternative	34	1,1	1	0,22	Non retenu
Sous total		128		128	4,2	9	2,01	
Total	128							
	1000 Matériaux de base	1300 Chimie	1350 Chimie	89	2,9	11	2,46	Non retenu
			1730 Sylviculture & papiers	34	1,1	3	0,67	Non retenu
			1750 Métaux industriels et extraction minière	68	2,2	5	1,12	Non retenu
	224	1700 Matières premières	1770 Mines	33	1,1	4	0,89	Non retenu
				224	7,3	23	5,15	
Sous total		228		228	7,4	16	3,58	A retenir
Total	224							
	2000 Industries	2300 Bâtiments	2350 Bâtiment et matériaux de construction	228	7,4	16	3,58	
				228	7,4	16	3,58	
			2710 Aérospatiale et défense	17	0,6	8	1,79	Non retenu
		2700 Biens & Services industriels	2720 Industries généralistes	55	1,8	7	15,7	Non retenu
			2730 Equipements électroniques électriques	131	4,3	22	4,92	A retenir
			2750 Ingénierie industrielle	208	6,8	15	3,36	A retenir
		2770 Transport industriel		109	3,5	9	2,01	Non retenu
				146	4,8	26	5,82	A retenir
			2790 Services supports					
Sous total		666		666	22	87	19,5	

	Industrie	Super secteur	Secteur	Entreprises Européennes + Suisse & Norvège		Entreprises Françaises		Décision
				Nombre	%	Nombre	%	
Sous total	3000 Biens de consommation	3300 automobiles & équipements	5330 Distribution- Alimentation et produits pharmaceutiques	69	2,2	14	3,13	Non retenu
		69		69	2,2	14	3,13	
		3500 Alimentation & Boissons	3530 Boissons	54	1,8	11	2,46	Non retenu
			3570 Agro-alimentaire	174	5,7	16	3,58	A retenir
		228		228	7,4	27	6,04	
Sous total		3700 Produits ménagers & de soin personnel	3720 Produits ménagers & construction de logements	99	3,2	13	2,91	Non retenu
			3740 Equipements de loisirs	46	1,5	14	3,13	Non retenu
			3760 Articles personnels	129	4,2	23	5,15	A retenir
			3780 Tabac	7	0,2	0	0	Non retenu
		281		281	9,1	50	11,2	
Total	578							
Sous total	4000 Santé	4500 Santé	4530 Equipement et services santé	99	3,2	19	4,25	A retenir
			4570 Pharmacie et biotechnologie	133	4,3	19	4,25	A retenir
		232		232	7,5	38	8,50	
Total	232							

	Industrie	Super secteur	Secteur	Entreprises Européennes + Suisse & Norvège		Entreprises Françaises		Décision
				Nombre	%	Nombre	%	
	5 000 services aux consommateurs	5300 Distribution	5330 Distribution - Alimentation et produits pharmaceutiques 5370 Distributeurs généralistes	38	1,2	5	1,12	Non retenu
Sous total		141		141	4,6	23	5,15	A retenir
		5 500 Médias	5550 Médias	166	5,4	35	7,83	A retenir
		5 700 Voyages & loisirs	5750 Voyages & loisirs	138	4,5	18	4,03	A retenir
Sous total		304		304	9,9	53	11,9	
Total	445							
	6 000 Télécommunications	6 500 télécommunications	6530 Télécommunications filaires	29	0,9	4	0,89	Non retenu
			6570 Télécommunications mobiles	19	0,6	1	0,22	Non retenu
Sous total		48		48	1,6	5	1,12	
Total	48							
	7 000 services aux collectivités	7 500 Services aux collectivités	7530 Electricité	71	2,3	8	1,179	Non retenu
			7570 Gaz, eau et multiples aux collectivités	28	0,9	5	1,12	Non retenu
Sous total		99		99	3,2	13	2,91	
Total	99							
	9 000 Technologie	9,500 Technologie	9530 services logiciels & informatiques 9570 Matériel équipement	321	10	70	15,7	A retenir
		428		428	14	89	19,9	A retenir
Sous total		428						
Total général	3076	3076		3076	100	447	100	

## ANNEXE 2- Liste des entreprises de la base « test »

<b>Nom</b>	VETOQUINOL SA
BOUYGUES S.A.	VIRBAC S.A.
CIMENTIS FRANCAIS S.A.	VIVALIS S.A.
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN S.A.	EUTELSAT COMMUNICATIONS S.A.
Eiffage S.A.	HAVAS S.A.
GROUPE VIAL S.A.	HIGH CO S.A.
LAFARGE S.A.	HI-MEDIA S.A.
VICAT S.A.	IEC PROFESSIONNEL MEDIA S.A.
VINCI S.A.	IPSOS S.A.
VM MATERIAUX S.A.	LAGARDERE SCA
ACTIA GROUP S.A.	MAKHEIA GROUP S.A.
ALPHA M.O.S. S.A.	METROPOLE TELEVISION S.A.
EGIDE SA	NEXT RADIO TV S.A.
GERARD PERRIER INDUSTRIE S.A.	NRJ GROUP S.A.
LACROIX S.A.	Public Systeme Hopscotch S.A.
LEGRAND S.A.	SPIR COMMUNICATION S.A.
MECELEC S.A.	TECHNICOLOR S.A.
Mersen S.A.	TELEPERFORMANCE S.A.
NEXANS S.A.	TELEVISION FRANCAISE 1 S.A.
SAFT GROUPE SA	VIVENDI S.A.
SCHNEIDER ELECTRIC SA	ALTEN S.A.
SOMFY SA	ALTRAN TECHNOLOGIES - ALTRAN S.A.
THERMOCOMPACT S.A.	AUSY S.A.
BONDUELLE S.A.S.	BULL S.A.
DANONE S.A.	CAP GEMINI S.A.
DUC S.A.	CAST S.A.
FLEURY MICHON S.A.	CEGEDIM S.A.
FROMAGERIES BEL S.A.	CEGID GROUP S.A.
SOCIETE INTERNATIONALE DE PLANTATIONS D'HEVEAS S.A.	COHERIS S.A.
TIPIAK S.A.	CS COMMUNICATION & SYSTEMES PAR ABREVIATION CS S.A.
VILMORIN & CIE S.A.	DASSAULT SYSTEMES S.A.
AUDIKA GROUPE S.A.	DEVOTEAM S.A.
BASTIDE LE CONFORT MEDICAL S.A.	GROUPE STERIA S.C.A.
BIOMERIEUX S.A.	ILIAD S.A.



DIAGNOSTIC MEDICAL SYSTEMS S.A.	ITS GROUP S.A.
ESSILOR INTERNATIONAL (COMPAGNIE GENERALE D'OPTIQUE) S.A.	MEDASYS S.A.
EUROFINS SCIENTIFIC SE	OSIATIS S.A.
EUROMEDIS GROUPE S.A.	SOPRA GROUP S.A.
GENERALE DE SANTE S.A.	SWORD GROUP SE
KORIAN S.A.	ALCATEL LUCENT S.A.
LVL MEDICAL GROUPE S.A.	AVENIR TELECOM S.A.
ORPEA S.A.	COMPAGNIE INDUSTRIELLE ET FINANCIERE D'INGENIERIE INGENICO S.A.
QUANTEL S.A.	DANE-ELEC MEMORY S.A.
BIOALLIANCE PHARMA S.A.	DIGIGRAM S.A.
BOIRON S.A.	GUILLEMOT CORPORATION S.A.
CEREP S.A.	H.F. COMPANY S.A.
GENFIT S.A.	LACIE S.A.
GUERBET S.A.	MEMSCAP S.A.
INNATE PHARMA S.A.	NEOPOST SA
IPSEN S.A.	RADIALL S.A.
SANOFI S.A.	RIBER S.A.
STALLERGENES SA	SOITEC S.A.

### ANNEXE 3- Extrait de calcul de Bêta de la société Lafarge en 2010

indice	cours	Rm	Rm <sup>2</sup>	Rs	Rs <sup>2</sup>	RmRs
3116,21	36,836	0,07492435	0,00561366	0,08903247	0,00792678	0,0066707
3349,69	40,1156	-0,01498348	0,0002245	0,09756554	0,00951903	-0,00146187
3299,5	44,0295	-0,0856948	0,0073436	-0,17107394	0,02926629	0,01466015
3016,75	36,4972	-0,05555979	0,00308689	-0,18983648	0,03603789	0,01054728
2849,14	29,5687	0,04379567	0,00191806	0,06317153	0,00399064	0,00276664
2973,92	31,4366	0,05005851	0,00250585	0,15020072	0,02256026	0,00751882
3122,79	36,1584	-0,04000589	0,00160047	-0,03651987	0,0013337	0,00146101
2997,86	34,8379	-0,08249551	0,00680551	-0,10399019	0,01081396	0,00857872
2750,55	31,2151	-0,0174765	0,00030543	-0,04564458	0,00208343	0,00079771
2702,48	29,7903	-0,06217622	0,00386588	-0,09594734	0,00920589	0,00596564
2534,45	26,932	0,06754128	0,00456182	0,08113025	0,00658212	0,00547964
2705,63	29,117	0,03160447	0,00099884	-0,01178693	0,00013893	-0,00037252
2791,14	28,7738	0,01772752	0,00031427	0,04348053	0,00189056	0,0007708
2840,62	30,0249	0,04158247	0,0017291	0,11407532	0,01301318	0,00474353
2958,74	33,45	0,00521844	2,7232E-05	0,04394619	0,00193127	0,00022933
3725,82	39,84	-0,00101991	1,0402E-06	0,0435492	0,00189653	-4,4416E-05
3722,02	41,575	0,01624387	0,00026386	0,02489477	0,00061975	0,00040439
3782,48	42,61	-0,02389702	0,00057107	-0,02968787	0,00088137	0,00070945
3692,09	41,345	0,01925468	0,00037074	-0,01221429	0,00014919	-0,00023518
3763,18	40,84	0,01705738	0,00029095	0,02399608	0,00057581	0,00040931
3827,37	41,82	0,01075673	0,00011571	0,01231468	0,00015165	0,00013247
3868,54	42,335	-0,00905768	8,2042E-05	-0,03011692	0,00090703	0,00027279
3833,5	41,06	0,02171123	0,00047138	0,0843887	0,00712145	0,00183218
3916,73	44,525	-0,02185752	0,00047775	-0,01044357	0,00010907	0,00022827
3831,12	44,06	0,00758003	5,7457E-05	0,03018611	0,0009112	0,00022881
3860,16	45,39	-0,03406854	0,00116067	-0,04340163	0,0018837	0,00147863
3728,65	43,42	0,00587344	3,4497E-05	0,02752188	0,00075745	0,00016165
3750,55	44,615	0,02847582	0,00081087	0,04236243	0,00179458	0,00120631
3857,35	46,505	0,00259245	6,7208E-06	0,0083862	7,0328E-05	2,1741E-05
3867,35	46,895	0,00854332	7,2988E-05	0,00085297	7,2756E-07	7,2872E-06
3900,39	46,935					
	Totaux	0,28768815	0,12556841	0,44226346	0,39303197	0,18419963
	moyenne	0,00276623		0,00425253		
	moyenne Rm <sup>2</sup>	7,652E-06				
	Cov	0,00175939		Bêta	<b>1,4664</b>	<b>Lafarge</b>
	V(Rm)	0,00119974				

**ANNEXE 4- Evolution de l'indice boursier du marché et de cours de l'action de la  
société Lafarge**

<b>Année 2006</b>	Indice boursier du marché	Cours de l'action		
Moyenne	4689,39	74,37		
Médiane	4715,23	68,68		
Max	5541,76	98,61		
Min	3821,16	58,25		
Ecart type	488,38	11,38		
<b>Année 2008</b>	Indice boursier du marché	Cours action	Variation indice boursier 2008/2006 (en pourcentage)	Variation cours de l'action 2008/2006 (en pourcentage)
Moyenne	5038,95	89,81	7,45	20,76
Médiane	5382,16	97,89	14,14	42,54
Max	6168,15	117,63	11,30	19,30
Min	2881,26	29,07	-24,60	-50,10
Ecart type	862,01	21,51	76,50	89,02
<b>Année 2010</b>	Indice boursier du marché	Cours action	Variation indice boursier 2010/2008 (en pourcentage)	Variation cours de l'action 2010/2008 (en pourcentage)
Moyenne	3533,86	47,05	-29,87	-47,61
Médiane	3615,81	46,90	-32,82	-52,10
Max	4326,27	64,74	-29,86	-44,96
Min	2534,45	26,93	-12,04	-7,35
Ecart type	365,44	8,88	-57,61	-58,72

## ANNEXE 5- Statistique descriptive des Rd (en pourcentage) par année et secteur

Année 2006	Nb Firmes	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	4,81	4,07	2,89	11,81	1,71
S2	78	4,72	4,05	2,69	10,58	1,58
S3	73	4,83	4,13	2,49	11,98	1,94
S4	52	4,64	3,94	3,49	11,64	1,79
S5	52	4,78	4,18	3,03	11,35	1,76
S6	64	4,53	3,82	2,59	11,56	1,75
S7	76	5,13	3,91	2,49	11,77	2,25
S8	53	4,92	4,05	2,49	10,54	1,58
Total	553					
Année 2008	Nb Firmes	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	5,31	4,68	2,79	11,81	1,71
S2	78	5,39	4,70	2,35	11,84	1 ,8
S3	73	5,32	4,8	2,45	11,97	1,68
S4	52	5,50	4,77	2,47	11,94	2,08
S5	52	5,57	4,88	2,84	11,37	1,91
S6	64	5,62	4,68	2,45	11,72	2,18
S7	76	5,32	4,68	2,55	11,34	1,77
S8	53	5,55	4,82	2,66	11,44	1,80
Total	553					
Année 2010	Nb Firmes	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Secteurs						
S1	105	5,22	4,59	2,57	11,80	2,23
S2	78	4,37	3,99	2,27	11,73	1,96
S3	73	5,54	4,79	2,38	11,88	2,47
S4	52	4,80	3,89	2,41	11,50	2,37
S5	52	4,77	4,04	2,78	11,38	2,33
S6	64	5,45	4,23	2,34	11,97	2,57
S7	76	4,66	3,72	2,47	11,59	2,31
S8	53	4,82	4,20	2,41	10,61	1,96
Total	553					
Anova année : p = 0.000						
Anova année : p = 0.159						

Rappel des secteurs :

S1 = Bâtiment et matériaux de construction ; S2 = Equipements électroniques électriques ; S3 = Agroalimentaire ; S4 = Equipement et services santé ; S5 = Pharmacie et biotechnologie ; S6 = Médias; S7 = Services logiciels & informatiques ; S8 = Technologie matériel équipement.

## ANNEXE 6 - Extrait de calcul de la valeur partenariale et de son appropriation

Entreprises	ACCIONA S.A.	ACS	Aktiebolag Fagerhult	Aktiebolaget Geveko
	1	2	5	6
Ventes explicites VE: Net sales or Revenus = CA (1)	6 263 027	15379664	277813,533	143454,832
Cost of goods (a)	5 617 823	12598754	184920,741	109685,785
Selling, general& adm expenses (b)	168 534,69	377962,63	64940,6873	29609,0505
Salaires explicites (Labor& Related Cost) ( c ) SE	1 258 474	4035858	100911,95	40583,45
Depreciation & amortization (d )	631 948	404674	9269,32125	10108,1061
Consommations externes explicites (2) CEE=(a)+(b)-( c+d )	3 895 935,69	8536184,63	139680,157	88603,2798
Common equity (h )	5 731 480	4178547	80097,5798	29176,4083
Minority interest ( i)	16 991	42320	0	118,084057
Total Debt) ( j)	8 396 209	13957929	124293,171	34035,5949
Capital financier (k) = somme h à j	14 144 680	18178796	204390,751	63330,0873
Capital humain (c ) actualisé au CMPC (L)	17 931 752,1	59817730,1	2223458,14	868008,446
Capital externe (2) actualisé au CMPC (M)	47 787 104	107887834	2352927,31	1461902,41
<b>Ressources Mobilisées (RM)= (k) + (L) + (M)</b>	<b>79 863 536,1</b>	<b>185 884 360</b>	<b>4 780 776,2</b>	<b>2 393 240,94</b>

interest paid ( d )	420104	834285	1452,48933	428,26
Depreciation & amortization ( f )	631948	404674	9269,32125	10108,1061
Dividends ( g )	126409	618204	4191,15243	0
L/L+1	0,46997004	0,69720106	0,58211373	0,17335687
Rémunération des créanciers financiers CFE	494432,924	863803,523	6241,31312	1826,55148
Ressources mobilisées	79863536,1	185884360	4780776,2	2393240,94
Rémunération des créanciers financiers /ressources mobilisées	0,00619097	0,00464699	0,0013055	0,00076321
charges financières d'opportunité CFO	558,957528	1300,9875	33,460212	16,7500727
Valeur appropriée par <b>les créanciers financiers</b> CFE- CFO	493873,966	862502,536	6207,85291	1809,80141
En pourcentage	5,55%	4,16%	1,17%	0,69%
I/L+1	0,53002996	0,30279894	0,41788627	0,82664313
Rémunération des actionnaires CFE	401951,928	309726,378	5624,94718	8355,79645
Rémunération des actionnaires /ressources mobilisées	0,00503298	0,00166623	0,00117658	0,00349141
charges financières d'opportunité CFO	31409,2275	73105,7556	1880,21336	941,228661
Valeur appropriée par <b>les actionnaires</b> CFE- CFO	370542,701	236620,622	3744,73382	7414,56779
En pourcentage	4,17%	1,14%	0,70%	2,78%

Ventes explicites VE	6263027	15379664	277813,533	143454,832
Ressources mobilisées	79863536,1	185884360	4780776,2	2393240,94
Ventes explicites/ressources mobilisées	0,07842161	0,08273781	0,05811055	0,05994166
Ventes d'opportunité VO	10799559	25136241,3	646481,2	323626,376
Valeur appropriée par <b>les clients</b> VO- VE	4536532	9756577,26	368667,667	180171,544
Valeur appropriée en pourcentage	50,97%	47,10%	69,20%	67,55%
Salaires explicites SE	1258474	4035858	100911,95	40583,45
Ressources mobilisées	79863536,1	185884360	4780776,2	2393240,94
Salaires explicites/ressources mobilisées	0,0157578	0,02171166	0,02110786	0,01695753
Salaires d'opportunité SO	110480,895	257147,021	6613,58685	3310,73996
Valeur appropriée par <b>les salariés</b> SE- SO	1147993,11	3778710,98	94298,3631	37272,71
Valeur appropriée en pourcentage	12,90%	18,24%	17,70%	13,97%
Consommations externes explicites CEE	3895935,69	8536184,63	139680,157	88603,2798
Ressources mobilisées	79863536,1	185884360	4780776,2	2393240,94
consommations externes explicites/ressources mobilisées	0,04878241	0,04592202	0,02921705	0,0370223
consommations externes d'opportunité CEO	1756773,3	4088933,4	105163,638	52644,5733
Valeur appropriée par <b>les fournisseurs</b> CEE -CEO	2139162,39	4447251,23	34516,5197	35958,7065
Valeur appropriée en pourcentage	24,03%	21,47%	6,48%	13,48%
Valeur partenariale = VO - Somme coûts d'opportunité	8900336,62	20715754,1	532790,302	266713,084
Valeur appropriée par <b>la firme</b>	212232,458	1634091,47	25355,1649	4085,75417
Valeur appropriée en pourcentage	2,38%	7,89%	4,76%	1,53%

## ANNEXE 7- Matrice de corrélation des années 2008 et 2010

Année 2008												
	VP	AdI	TC	PDVS	Dual	CEG	AdS	ResTE	AI	END	M/B	Bêta
VP	1											
AdI	,141	1										
TC	<b>,676**</b>	,164	1									
PDVS	,315**	,118	,174	1								
Dual	,148	-,121	,018	,018	1							
CEG	,288**	,118	,225*	-,037	,092	1						
AdS	,012	-,015	,110	,151	,115	-,055	1					
ResTE	<b>,656**</b>	,073	,000	,188	,219*	,194*	-,010	1				
AI	-,015	,147	,065	-,048	,094	,179	,178	,025	1			
END	,353**	-,047	,133	,186	,069	-,052	,038	<b>,509**</b>	-,089	1		
M/B	,000	-,081	,024	-,108	,185	,083	,206*	,058	,108	,085	1	
Bêta	<b>,544**</b>	,269**	,409**	,168	,356**	,356**	,050	,415**	,133	,141	-,015	1

Année 2010												
	VP	AdI	TC	PDVS	Dual	CEG	AdS	ResTE	AI	END	M/B	Bêta
VP	1											
AdI	,221*	1										
TC	<b>,731**</b>	,116	1									
PDVS	,404**	,159	,330**	1								
Dual	,109	-,118	,083	-,017	1							
CEG	,299**	,094	,281**	-,007	-,064	1						
AdS	,113	,048	,152	,162	,049	-,064	1					
ResTE	<b>,583**</b>	,134	,000	,117	,105	,049	,041	1				
AI	,019	,220*	,062	-,093	,099	,105	,178	,022	1			
END	,367**	,125	,265**	,156	,108	,099	,090	,384**	,048	1		
M/B	-,112	-,152	,024	-,130	,080	,108	,066	-,072	,035	-,059	1	
Bêta	,408**	,106	,270**	,252*	,144	,080	-,032	,332**	,153	,130	-,124	1

\*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral). \*\*. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral). En gras sont indiquées les corrélations supérieures à 0,5

### Définitions des variables :

**VP** : logarithme de la valeur partenariale ; **AdI** : pourcentage des administrateurs indépendants ; **TC** : nombre d'administrateurs au conseil ; **PDVS** : la racine carré de pourcentage des droits de vote accordés aux salariés ; **Dual** : le cumul de la fonction de président du conseil et de directeur général ; **CEG** : l'existence de comité d'éthique et/ou de gouvernance ; **AdS** : présence des administrateurs représentant les salariés au conseil ; **AI** : présence des administrateurs institutionnels identifiés ; **ResTE** : résidu de la taille du conseil et la taille de l'entreprise ; **END** : taux d'endettement ; **M/B** : *Market to book* ; **bêta** : indicateur de risque de la firme.



# TABLE DES MATIÈRES

---

## **INTRODUCTION GÉNÉRALE..... 6**

1. Question de recherche et motivations.....	12
2. Posture scientifique et cadre d'analyse de la question de recherche .....	14
3. Design de recherche, principaux résultats empiriques et contributions .....	17
4. Structure générale et plan de la thèse .....	19

---

## **..... 22**

## **PARTIE 1: LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE : RÉDUCTEURS DE RISQUE/INSTIGATEURS DE CONFIANCE POUR LA CRÉATION ET LA RÉPARTITION DE LA VALEUR..... 22**

---

### **CHAPITRE 1 : ACTIONNAIRES ET CRÉATION DE VALEUR-GOUVERNANCE ACTIONNAIRE. 23**

INTRODUCTION DU CHAPITRE 1 .....	23
SECTION 1 : LES APPORTS DE LA THÉORIE DE L'AGENCE.....	24
1. Vers un capitalisme financier caractérisé par une prédominance du manager professionnel .	24
2. Gouvernance actionnariale : la main visible des managers.....	27
SECTION 2 : L'ATTITUDE DE DIRIGEANT : INTENDANT FIDÈLE OU AGENT OPPORTUNISTE ? .....	30
1. L'approche théorique disciplinaire de la gouvernance actionnariale : protéger les actionnaires des comportements opportunistes du dirigeant .....	30
2. Le dirigeant : un élément de création de valeur actionnariale.....	33
SECTION 3 : LA MONTÉE EN PUISSANCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	37
1. Les comportements des investisseurs institutionnels et mode de gouvernance actionnariale	37
2. Politique actionnariale des investisseurs et gouvernance des entreprises .....	40
SECTION 4 : LIMITES DE LA GOUVERNANCE ACTIONNAIRE .....	43
1. Remise en cause de la maximisation de la valeur pour les actionnaires.....	43
2. D'une vision financière vers une vision humaine .....	44
CONCLUSION DU CHAPITRE 1 .....	47

### **CHAPITRE 2 : PARTIES PRENANTES ET CRÉATION DE VALEUR-GOUVERNANCE**

#### **PARTENARIALE..... 49**

INTRODUCTION DU CHAPITRE 2 .....	49
SECTION 1 : LES APPORTS DE LA THÉORIE DES PARTIES PRENANTES .....	50
1. Origines et définitions des parties prenantes.....	50
2. Les dimensions de la théorie des parties prenantes .....	56
SECTION 2 : CRÉATION DE VALEUR ET GOUVERNANCE PARTENARIALE.....	59
1. Modèle de gouvernance partenariale .....	59

2. Concept et modèle de la valeur partenariale .....	62
SECTION 3 : MÉCANISMES DE GOUVERNANCE ET APPROPRIATION DE LA VALEUR	
PARTENARIALE .....	64
1. La déclinaison des relations d'agence entre la firme et les parties prenantes explicites .....	65
1.1. Le risque est une source d'implication .....	67
1.2. Les relations d'agence entre la firme et les différentes parties prenantes explicites .....	69
1.2.1. La relation entre actionnaires minoritaires et la firme .....	70
1.2.2. La relation entre les salariés et la firme .....	72
1.2.3. La relation entre les créanciers financiers et la firme .....	74
1.2.4. La relation entre les partenaires commerciaux et la firme .....	76
2. L'appropriation de la valeur partenariale .....	79
2.1. L'effet modérateur des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale .....	80
2.2. Cadre d'analyse théorique .....	81
2.3. L'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites .....	86
2.3.1. L'appropriation de la valeur partenariale par les salariés .....	86
2.3.2. L'appropriation de la valeur partenariale par les partenaires commerciaux .....	89
2.3.3. L'appropriation de la valeur partenariale par les apporteurs des capitaux externes, actionnaires minoritaires et créanciers financiers .....	91
SECTION 4 : FORMULATION DES HYPOTHÈSES .....	94
1. Volet 1 : mécanismes de gouvernance et création de valeur partenariale .....	94
1.1. Efficacité du conseil d'administration .....	96
1.1.1. Caractéristiques du conseil d'administration ou de surveillance .....	96
1.1.2. Les comités spécialisés .....	105
1.2. Structure d'actionnariat .....	106
2. Volet 2 : Mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale .....	109
CONCLUSION DU CHAPITRE 2 .....	113
CONCLUSION DE LA PARTIE 1 .....	115
<hr/>	
<hr/>	
<hr/>	
<hr/>	
<hr/>	
<hr/>	
<b>PARTIE 2 : IMPACT DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA CRÉATION ET LA</b>	
<b>RÉPARTITION DE LA VALEUR PARTENARIALE-ÉTUDE EMPIRIQUE .....</b>	<b>116</b>
<b>CHAPITRE 3 : MÉTHODOLOGIE DE LA RECHERCHE .....</b>	<b>120</b>
INTRODUCTION DU CHAPITRE 3 .....	120
SECTION 1 : DÉMARCHE EMPIRIQUE POUR LA DÉTERMINATION DE LA VALEUR PARTENARIALE	
.....	122

1. Modèles proposés dans la littérature pour l'opérationnalisation du concept de valeur	
partenariale .....	122
1.1. Modèles fondés sur la finance-comptabilité.....	122
1.2. Modèles fondés sur d'autres formes de valeurs .....	123
1.3. Modèles fondés sur les prix-coûts d'opportunités .....	126
2. Exposé de notre modèle .....	129
2.1. Formulation de notre modèle .....	131
2.1.1. Formulation du problème pour calculer les ventes d'opportunité (VO) et la valeur	
appropriée par les clients .....	131
2.1.1.1. Ventes d'opportunité.....	131
2.1.1.2. Valeur appropriée par les clients .....	132
2.1.2. Formulation du problème pour calculer les coûts d'opportunité (CO) et la valeur	
appropriée par les autres parties prenantes explicites .....	133
2.1.2.1. Fournisseurs .....	133
2.1.2.2. Salariés .....	134
2.1.2.3. Apporteurs de capital financier .....	134
2.1.2.4. Créanciers financiers .....	135
2.1.2.5. Actionnaires .....	136
2.2. Calcul de la valeur partenariale.....	137
La synthèse de notre modèle .....	137
SECTION 2 : DÉFINITION ET OPÉRATIONNALISATION DES VARIABLES .....	141
1. Définition et opérationnalisation des variables .....	141
1.1. Variables mesurant la création et l'appropriation de valeur .....	141
1.2. Définition des variables d'intérêt : la gouvernance.....	143
1.3. Variables de contrôle .....	144
2. Modèles de régression et synthèse des variables.....	146
2.1. Modèles de régression.....	146
SECTION 3 : CONSTRUCTION ET DESCRIPTION DES DONNÉES ET DES ÉCHANTILLONS	
<i>BENCHMARK</i> ET TEST .....	154
1. Démarche de construction de nos échantillons « <i>benchmark</i> » et « test » .....	154
1.1. Échantillon « <i>benchmark</i> » .....	154
1.2. Échantillon « test ».....	159
2. Source des données .....	159
SECTION 4 : CALCUL ET APPROPRIATION DE LA VALEUR PARTENARIALE .....	163
1. Calcul de la valeur partenariale et de son appropriation .....	163
1.1. Choix et calcul du taux d'actualisation : le coût moyen pondéré des capitaux (CMPC).....	164
1.2. Calcul des ressources mobilisées (RM) .....	170

2. Analyse et interprétation des résultats.....	177
2.1. Création de la valeur partenariale.....	177
2.2. Appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes explicites (PPE).....	180
CONCLUSION DU CHAPITRE 3.....	188
<b>CHAPITRE 4 : ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS .....</b>	<b>189</b>
INTRODUCTION DU CHAPITRE 4 .....	189
SECTION 1 : ANALYSE DE NOTRE ÉCHANTILLON .....	190
1. Analyse descriptive de l'échantillon.....	190
1.1. Analyse descriptive de la création de valeur partenariale.....	190
1.2. Analyse descriptive de l'appropriation de la valeur partenariale.....	191
1.3. Analyse descriptive des variables de gouvernance.....	192
1.3.1 Analyse descriptive des variables de gouvernance de notre échantillon.....	192
1.3.2 Effets des caractéristiques sectorielles sur la gouvernance .....	194
2. Tests de normalité .....	196
3. Analyse bivariable : étude de la multicollinéarité.....	197
SECTION 2 : ANALYSE DE LA RELATION ENTRE MÉCANISMES DE GOUVERNANCE ET VALEUR PARTENARIALE	203
1. Relation entre mécanismes de gouvernance et création de valeur partenariale : régressions multivariées.....	203
1.1. Régressions simples .....	203
1.2. Régressions multiples .....	207
2. Liens entre mécanismes de gouvernance et valeur partenariale : analyse de sensibilité année par année.....	210
2.1. Régressions simples .....	210
2.2. Régressions multiples.....	212
SECTION 3 : ANALYSE DE LA RELATION ENTRE MÉCANISMES DE GOUVERNANCE ET APPROPRIATION DE LA VALEUR PARTENARIALE.....	215
1. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par la firme .....	216
1.1. Régressions multivariées sur l'ensemble de la période .....	216
1.1.1. Régressions simples.....	216
1.1.2. Régressions multiples .....	219
1.2. Relations entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par la firme : analyse de sensibilité année par année .....	220
1.2.1. Régressions simples.....	220
1.2.2. Régressions multiples .....	220
2. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les différentes parties prenantes explicites.....	221

2.1. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les salariés.....	221
2.2. Relation entre les mécanismes de gouvernance et l'appropriation de la valeur partenariale par les clients.....	223
2.3. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les fournisseurs.....	225
2.4. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les créanciers financiers.....	226
2.5. Relation entre mécanismes de gouvernance et appropriation de la valeur partenariale par les actionnaires .....	228
SECTION 4 : SYNTHÈSE DES RÉSULTATS ET RECONCEPTUALISATION .....	231
1. Synthèse et re-conceptualisation de nos résultats : gouvernance et création de VP.....	231
2. Synthèse et reconceptualisation de nos résultats : gouvernance et appropriation de la valeur partenariale.....	239
CONCLUSION DU CHAPITRE 4.....	245
<b><u>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</u></b>	<b><u>248</u></b>
<b><u>BIBLIOGRAPHIE.....</u></b>	<b><u>254</u></b>
<b><u>LISTE DES FIGURES.....</u></b>	<b><u>272</u></b>
<b><u>LISTE DES TABLEAUX .....</u></b>	<b><u>273</u></b>
<b><u>LISTE DES ANNEXES .....</u></b>	<b><u>276</u></b>
<b><u>TABLE DES MATIÈRES .....</u></b>	<b><u>289</u></b>